



UFRJ



UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO

INSTITUTO DE ECONOMIA

PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM POLÍTICAS PÚBLICAS, ESTRATÉGIAS E
DESENVOLVIMENTO (PPED)

LUIZ MACAHYBA

MUDANÇAS LEGAIS E INFRALEGAIS NO SETOR FINANCEIRO NACIONAL PÓS ESTABILIZAÇÃO:
três ensaios sobre regulação e concorrência

RIO DE JANEIRO

2026

Luiz Macahyba

MUDANÇAS LEGAIS E INFRALEGAIS NO SETOR FINANCEIRO NACIONAL PÓS ESTABILIZAÇÃO:
três ensaios sobre regulação e concorrência

Tese de Doutorado apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Políticas Públicas, Estratégias e Desenvolvimento, Universidade Federal do Rio de Janeiro, como requisito à obtenção do título de Doutor em Políticas Públicas, Estratégias e Desenvolvimento

Orientador: Prof. Dr. Luiz Carlos Delorme Prado

Coorientador: Prof. Dr. Luiz Fernando de Paula

Rio de Janeiro

2026

CIP - Catalogação na Publicação

M113m Macahyba, Luiz
MUDANÇAS LEGAIS E INFRALEGAIS NO SETOR
FINANCEIRO NACIONAL PÓS ESTABILIZAÇÃO: três ensaios
sobre regulação e concorrência / Luiz Macahyba. --
Rio de Janeiro, 2026.
172 f.

Orientador: Luiz Carlos Delorme Prado.
Coorientador: Luiz Fernando de Paula.
Tese (doutorado) - Universidade Federal do Rio
de Janeiro, Instituto de Economia, Programa de Pós
Graduação em Políticas Públicas, Estratégias e
Desenvolvimento, 2026.

1. Regulação Financeira. 2. Concorrência no
sistema bancário. 3. Risco Sistêmico. 4. Defesa da
Concorrência. I. Prado, Luiz Carlos Delorme,
orient. II. Paula, Luiz Fernando de, coorient. III.
Título.

Luiz Macahyba

MUDANÇAS LEGAIS E INFRALEGAIS NO SETOR FINANCEIRO NACIONAL PÓS ESTABILIZAÇÃO:
três ensaios sobre regulação e concorrência

Tese de Doutorado apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Políticas Públicas, Estratégias e Desenvolvimento, Universidade Federal do Rio de Janeiro, como requisito à obtenção do título de Doutor em Políticas Públicas, Estratégias e Desenvolvimento

Aprovada em:

Prof. Dr^o. Luiz Carlos Delorme Prado - UFRJ

Prof. Dr^o. Luiz Fernando de Paula - UFRJ

Prof^a. Dr^a. Maria Teresa Leopardi Melo - UFRJ

Prof^a. Dr^a Carmem Feijó - UFF

Prof^a Dr^a. Paula Marina Sarno - UFF

Prof^o. Dr^o. Norberto Martins - UFRJ

A vida me brindou com a oportunidade de conviver com mulheres extraordinárias. Esta tese é dedicada a elas. Saibam, Eny, Cristina, Patrícia, Ana e Paula que só foi possível chegar até aqui porque durante toda essa caminhada eu tive vocês ao meu lado.

AGRADECIMENTOS

Tive duas mães. Eny, que me botou no mundo e que me cobriu de afeto e de atenção. Cristina, minha babá, que cuidou de mim como se eu fosse seu filho. Elas se foram, mas deixaram marcas impossíveis de esquecer.

Patrícia, Ana e Paula agradeço de coração pelo carinho que têm comigo. Como é bom ter vocês por perto.

Walter e Wladimir, irmão e pai, grato pelo convívio. Com vocês aprendi a importância de ter princípios.

Aos vários amigos e amigas com quem compartilhei momentos alegres e tristes, obrigado pelo convívio. Um abraço especial ao Álvaro Albernaz, companheiro de doutorado e de tantas outras caminhadas. Um beijo pra Marta Castilho, com quem dividi algumas vezes meus medos e inseguranças.

Muito obrigado aos professores Luiz Carlos Prado, meu orientador e Luiz Fernando de Paula, que me coorientou. O apoio de vocês foi essencial na difícil tarefa de escrever esta tese. Em nomes dos dois, agradeço a todo corpo docente do Instituto de Economia.

Aos professores (as), Maria Teresa Leopardi, Carmem Feijó, Paula Marina Sarno e Norberto Martins minha gratidão por terem gentilmente aceitado participar da minha banca. Professor Ernani Torres, um forte abraço para saudar nossa parceria. Era para ser apenas um “Elo Perdido”, mas felizmente fomos muito adiante.

Por fim, obrigado ao Estado Brasileiro. As Escolas e Universidades Públicas por onde passei foram essenciais na minha formação profissional e como ser humano.

Gente é pra brilhar, não pra morrer de fome.

Caetano Veloso

RESUMO

MACAHYBA, Luiz. **Mudanças legais e infralegais no setor financeiro nacional pós estabilização: três ensaios sobre regulação e concorrência.** Tese (Doutorado em Políticas Públicas, Estratégias e Desenvolvimento) – Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2026.

Esta tese tem por objetivo discutir as implicações das principais reformas legais e infralegais que moldaram a constituição do Sistema Financeiro Nacional (SFN) e que foram implementadas a partir da segunda metade dos anos 1990. As reformas adotadas tinham como principal intuito desenvolver um mercado capaz de atrair os recursos de não residentes e a poupança das unidades familiares e dos investidores institucionais domésticos para aplicações em ativos emitidos localmente. O primeiro ensaio avalia as principais reformas institucionais e regulatórias que tiveram efeitos no funcionamento das infraestruturas de mercado, no perfil de atuação das instituições financeiras e na profundidade dos mercados financeiro e de capitais. Investigou-se o papel dos atores envolvidos e a principal constatação foi a de que reformas acabaram por fortalecer o protagonismo do Banco Central na condução das políticas regulatórias e daquelas destinadas à preservação do valor da moeda. Mostrou-se, igualmente, que essas reformas foram exitosas, no sentido de promover a modernização dos mercados financeiros e de capitais domésticos com o intuito de conectá-los ao Sistema Financeiro Internacional. O segundo ensaio busca avaliar o conflito de competências entre BCB e o CADE. Para isso, sistematiza os argumentos em defesa da hegemonia entre as decisões de natureza prudencial e aquelas que tenham por objetivo promover a livre concorrência, apresentando as diferentes visões acerca do papel por vezes conflitivo das duas entidades. O terceiro ensaio discute igualmente o papel das instituições na arquitetura regulatória do SFN no pós-estabilização ao analisar a distribuição de competências entre duas autarquias – Banco Central e CVM – e a possibilidade de alteração no modelo de regulação adotado no País, debate que se intensificou a partir do ano de 2024.

Palavras-chave: Sistema Financeiro Nacional, Reformas Regulatórias, Sistema de Pagamentos Brasileiro, Receitas Inflacionárias, Proer e Proes

ABSTRACT

MACAHYBA, Luiz. **Mudanças legais e infralegais no setor financeiro nacional pós estabilização: três ensaios sobre regulação e concorrência.** Tese (Doutorado em Políticas Públicas, Estratégias e Desenvolvimento) – Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2026.

This thesis aims to discuss the implications of the primary legal and regulatory reforms that shaped the National Financial System (SFN) following the second half of the 1990s. These reforms were primarily intended to develop a local market capable of attracting non-resident capital, as well as the savings of domestic households and institutional investors, toward locally issued assets.

The first essay evaluates the institutional and regulatory reforms that impacted market infrastructures, the operational profile of financial institutions, and the depth of financial and capital markets. Upon investigating the roles of the actors involved, the primary finding indicates that these reforms ultimately strengthened the Central Bank's leading role in conducting regulatory policies and those aimed at currency stability. It further demonstrates that these reforms were successful in modernizing domestic financial and capital markets to integrate them with the International Financial System.

The second essay examines the jurisdictional conflict between the Central Bank of Brazil (BCB) and the Administrative Council for Economic Defense (CADE). To this end, it systematizes arguments regarding the hierarchy between prudential decisions and those promoting free competition, presenting divergent perspectives on the potentially conflicting roles of both entities.

The third essay further discusses the role of institutions within the SFN's post-stabilization regulatory architecture by analyzing the distribution of mandates between two regulatory agencies—the Central Bank and the Securities and Exchange Commission of Brazil (CVM)—and the possibility of altering the regulatory model adopted in the country, a topic debated with increased intensity within the financial system in 2024.

Keywords: National Financial System, Regulatory Reforms, Brazilian Payments System, Inflationary Revenues, PROER e PROES.

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Saldo da Conta Investimentos em Carteira (em US\$ bilhões).....	27
Gráfico 2 – Evolução da Riqueza Financeira no Brasil (em % do PIB).....	36
Gráfico 3 – Evolução das Reservas Internacionais (US\$ bi).....	52
Gráfico 4 - Dívida Pública Interna: Evolução por tipo de Indexador.....	64
Gráfico 5 - Dívida Mobiliária Federal: Estoque vencendo em até um ano (em %).....	66
Gráfico 6 - Dívida Mobiliária Federal: prazo médio das emissões prefixadas (em anos).....	67
Gráfico 7 - Saldo da Conta Investimentos em Carteira.....	74
Gráfico 8 – Evolução da Riqueza Financeira no Brasil (em % do PIB).....	75
Gráfico 9 – <i>Fintechs</i> reguladas pelo BCB.....	113

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Conflito de competências entre o BCB e o CADE no julgamento de Atos de Concentração.....	38
Quadro 2 – Principais operações realizadas no âmbito do Proer.....	60
Quadro 3 – Principais operações realizadas no âmbito do Proes.....	61
Quadro 4 – Principais Alterações no Quadro Institucional e nos Marcos Legal e Regulatório.....	76
Quadro 5 - Novas Exigibilidades de Capital Mínimo/ Resolução Conjunta nº 14 (em R\$ mil).....	88
Quadro 6 - Arcabouço Legal, Instrumentos de Proteção à Hgidez do Sistema Financeiro e de Defesa da Concorrência.....	110

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Participação das Instituições Financeiras no PIB (em%).....	22
Tabela 2 - Participação das Instituições Financeiras no PIB (em%).....	58
Tabela 3 - Encolhimento do Sistema Financeiro Pós Plano Real.....	58

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ANBIMA – Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro e de Capitais

APIs – *Application Programming Interface*: conjunto de regras e especificações de programação que viabilizam a comunicação entre programas e aplicativos desenvolvidos por diferentes prestadores de serviços sem que haja qualquer interação humana.

BCB – Banco Central do Brasil

BIS – *Bank of International Settlements*

BoE – *Bank of England*

BRAIN - Brasil Investimentos e Negócios

CADE – Conselho Administrativo de Defesa da Concorrência

COMOC - Comissão Técnica da Moeda e do Crédito

COREMEC - Comitê de Fiscalização e Regulação dos Mercados Financeiro, de Capitais, de Seguros, de Previdência e de Capitalização

CPSS - *Committee on Payment and Settlement Systems*

CPMI - *Committee on Payment and Market Infrastructure*

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

DLT - Tecnologias de Registros Distribuídos: ambientes que permitem o compartilhamento descentralizado das informações em múltiplos nós, cujos conteúdos são atualizados simultaneamente, transação a transação, por algoritmos que garantem que cada participante vai acessar, em tempo real, registros idênticos a todos os seus pares.

DPMFi - Dívida Pública Mobiliária Federal Interna

ECB - *European Central Bank*

FEBRABAN – Federação Brasileira de Bancos

FMI - Fundo Monetário Internacional

FSB – *Financial Stability Board*

FSI – *Financial Stability Institute*

IOSCO - Organização Internacional das Comissões de Valores Mobiliários

LGPD - Lei Geral de Proteção de Dados

PREVIC – Superintendência Nacional de Previdência Complementar

SCD – Sociedade de Crédito Direto - instituição não bancária, autorizada a funcionar pelo Banco Central do Brasil e que concede empréstimos e financiamentos exclusivamente por meios digitais (plataformas eletrônicas), usando capital próprio ou de investidores coligados. Também conhecidas como fintechs de crédito.

SEP – Sociedade de Empréstimo Pessoais - instituição financeira autorizada pelo Banco Central do Brasil que atua como intermediária em empréstimos e financiamentos, conectando diretamente credores (investidores) e devedores (tomadores) por meio de plataformas eletrônicas. Conhecida como *peer-to-peer lending* (P2P), a SEP não utiliza capital próprio para os empréstimos Também conhecidas como fintechs de crédito.

SFI – Sistema Financeiro Internacional

SFN – Sistema Financeiro Nacional

SPB – Sistema de Pagamentos Brasileiro

SUSEP – Superintendência de Seguros Privados

TFP – Títulos Públicos Federais

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	19
1.1 Metodologia	24
1.2 Introdução aos três ensaios	26
2 ESTABILIZAÇÃO, REFORMAS REGULATÓRIAS E AS TRANSFORMAÇÕES DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL	41
2.1 Resumo	41
2.2 Abstract	42
2.3 Introdução	43
2.4 Metodologia	48
2.5 Mudanças institucionais e a governança das reformas	50
2.6 Revisão da literatura acadêmica	54
2.7 As transformações que mudaram o perfil do SFN	57
<u>2.7.1 O fim das receitas inflacionárias</u>	57
<u>2.7.2 PROER, PROES e o ingresso dos bancos estrangeiros no Brasil</u>	59
<u>2.7.3 A Implementação do Acordo de Basileia</u>	61
<u>2.7.4 A reestruturação da dívida pública mobiliária federal interna</u>	64
<u>2.7.5 A reforma do Sistema de Pagamentos Brasileiro</u>	68
2.8 Conclusão	72
2.9 Anexos	76
<u>2.9.1 Anexo 1 – Ativismo regulatório: biênio 1994/1995</u>	76
<u>2.9.2 Anexo 2 – Banco Central e Tesouro Nacional: as 21 medidas</u>	76
3 CONFLITO DE COMPETÊNCIAS ENTRE BCB E O CADE: HIERARQUIA E COMPLEMENTARIDADE NOS JULGAMENTOS DE ATOS DE CONCENTRAÇÃO NO SETOR FINANCEIRO	78
3.1 Resumo	78
3.2 Abstract	79
3.3 Introdução	80
3.4 Metodologia	91
3.5 Revisão da literatura: regulação prudencial e concorrência	95
3.6 O debate legal no Brasil	104

3.7 Conclusão	114
4 MODELO SETORIAL OU <i>TWIN PEAKS</i>: PERSPECTIVAS E DESAFIOS DA ARQUITETURA REGULATÓRIA NO BRASIL	117
4.1 Resumo	117
4.2 Abstract	118
4.3 Introdução	119
4.4 Metodologia	127
4.5 Contextualização do problema de pesquisa	128
4.6 Referenciais teóricos	133
<u>4.6.1 Inovações bancárias e regulação financeira nas visões de Schumpeter e Minsky</u>	133
<u>4.6.2 Falhas de Mercado e regulação financeira</u>	136
4.7 Conceitos e especificidades aplicáveis à atividade bancária	140
4.8 Twin Peaks no Brasil: por quê?	145
<u>4.8.1 Lições do caso britânico</u>	147
<u>4.8.2 O debate no Brasil</u>	149
4.9 Conclusão	156
5 CONCLUSÃO	159
REFERÊNCIAS	164
GLOSSÁRIO	172

1 INTRODUÇÃO

Esta tese discute as principais reformas legais e infralegais que moldaram a constituição do Sistema Financeiro Nacional (SFN) e que foram implementadas a partir da segunda metade dos anos 1990. Essas reformas tinham como objetivo central desenvolver o mercado financeiro doméstico de forma que fosse capaz de atrair os recursos de não residentes para aplicações em títulos e valores mobiliários custodiados no País. Mais precisamente, pretendiam ampliar a profundidade dos mercados financeiro e de capitais no País, não apenas com uma maior presença de investidores externos, mas também atraindo a poupança das unidades familiares e dos investidores institucionais domésticos para aplicações em ativos emitidos localmente.

Ao analisar a agenda de reformas implementadas a partir de 1994, a pesquisa desta tese investigou o papel de seus principais atores e as mudanças no quadro institucional que acabaram por fortalecer o protagonismo do Banco Central na condução das políticas regulatórias e aquelas destinadas à preservação do valor da moeda.

A tese sustenta a ideia de que essas reformas foram exitosas, no sentido de promover a modernização dos mercados financeiros e de capitais domésticos com o intuito de conectá-los ao Sistema Financeiro Internacional. Dessa forma, a principal contribuição do primeiro ensaio ao debate acadêmico consiste em analisar a evolução do Sistema Financeiro Nacional, sob o prisma das microrreformas financeiras introduzidas após edição do Plano Real, associando-as ao receituário produzido por instituições transnacionais de regulação e de supervisão.

Afirmar que as reformas foram exitosas apenas significa dizer que os mercados locais ganharam profundidade e interconexão com as principais praças financeiras internacionais. Mais participantes, mais liquidez, mais produtos, mais segurança jurídica e operacional. Assim, entender esses “avanços” é passo indispensável para aqueles que pretendam compreender o aprofundamento da financeirização no País. Em outras palavras, a hegemonia do capital financeiro no processo de acumulação capitalista no Brasil está amparada nas transformações ocorridas nos marcos legais e infralegais nos pós estabilização.

Níveis elevadíssimos de concentração bancária, de endividamento das famílias, de spreads de crédito, lucros extraordinários auferidos pelos grandes conglomerados bancários, inexistência de um mercado de crédito bancário de longo prazo são algumas das muitas distorções

“herdadas” do processo de transformação do Sistema Financeiro Nacional. Do ponto de vista de atuarem como indutores do processo de desenvolvimento econômico, as reformas fracassaram, ou seja, o sistema atual não dispõe de produtos e serviços que apoiem, com taxas e prazos adequados, as decisões de consumo das famílias e de investimento das firmas.

Em contrapartida, cabe, por exemplo, reconhecer que o Tesouro Nacional atualmente só é capaz de rolar os volumes imensos de dívida vincenda porque adotou, a partir do início dos anos 2000, 21 medidas, desenhadas em parceria com o Banco Mundial, que concentraram vencimentos, que ajudaram a eliminar a parcela da dívida indexada ao câmbio, que aumentaram a transparência no mercado primário e que introduziram mecanismos de estímulo a liquidez no secundário. Assim, a tese não discute porque o estoque da dívida cresceu tão intensamente em 20 anos, mas reconhece os avanços introduzidos pela reforma de 1999 em sua gestão. O aporte de mais de R\$ 400 bilhões feito a partir de 2008, no BNDES pelo Tesouro, utilizando-se de papéis de sua emissão, só foi possível porque o mercado de títulos públicos federais havia alcançado um nível de profundidade capaz de absorver este volume adicional de novos títulos, sem que isso interferisse nos preços praticados neste mercado.

Da mesma forma, pode-se argumentar que o Tesouro só foi capaz de adquirir volumes significativos de reservas internacionais, a partir da segunda metade dos anos 2000, porque dispunha de um mercado de títulos robusto capaz de enxugar a liquidez no mercado monetário decorrente das maciças aquisições de moeda estrangeira naquele período.

Outro exemplo de sucesso que merece destaque é a reformulação do Sistema de Pagamentos Brasileiro (SPB). Não é exagero afirmar que as transformações implementadas, a partir de 2002, nos processos de registro, negociação e liquidação de ativos financeiros e de ordens de pagamentos transformaram o SPB em um dos mais seguros do mundo. Conceitos como Liquidação uma a uma em Tempo Real ou a criação de Sistemas de Transferências de Grandes Valores começam a ser implementados desde então. Por isso é inevitável reconhecer que estão na raiz de inovações que vieram depois, tais como o desenvolvimento das Instituições de Pagamentos – conhecidas como Fintechs de Pagamentos – e mesmo na origem do Sistema de Pagamentos Instantâneos. O Pix é um caso de sucesso incomparável mundialmente. Sua

implementação se beneficiou de todo aprendizado adquirido pelo Banco Central no comando daquelas reformas.

Auditorias periódicas produzidas pelo Fundo Monetário Internacional (FMI), pelo Banco Mundial e pelo *Financial Stability Board* (FSB) reconhecem a robustez do aparato regulatório no Brasil, o que na opinião destas entidades é decorrente do elevado grau de adesão às recomendações de melhores práticas produzidas por formuladores internacionais de padrões de regulação e de supervisão financeiras, tais como o *Bank of International Settlements* (BIS)¹.

Cabe destacar, também, que estes avanços foram alcançados em meio a uma sequência de crises de confiabilidade que se sucederam a partir da segunda metade dos anos 90 – México (94), Asiática (97), Russa (98), e Argentina (2001). Em 1999, a instabilidade financeira alcançou o mercado brasileiro, após a maxidesvalorização do Real, ocorrida em janeiro daquele ano, após o advento da eleição de Fernando Henrique Cardoso (FHC) para seu segundo mandato. A Grande Crise Global, iniciada em 2008 e a crise da Covid, em 2020, completam este quebra-cabeça de turbulências. Estes dois últimos episódios, inclusive, chegaram a colocar em risco a própria solvência do Sistema Financeiro Internacional (SFI), que não colapsou graças a estratégias de salvamento conduzidas pelos Estados Nacionais que, essencialmente, inundaram de liquidez os mercados globais.

O êxito das reformas também pode ser aferido pela evolução dos volumes negociados nos diversos mercados locais: entre 2003 e 2020, o estoque de Riqueza Financeira em percentual do PIB quase dobrou (de 103 para 203% do PIB, respectivamente). A crise da Covid fez encolher este agregado, mas, ainda assim, ele representava algo próximo a 170% do PIB em 2024 (ver gráfico 2, adiante).

Se, no entanto, como afirmado acima, essas reformas foram bem-sucedidas, elas também geraram consequências não desejáveis. A estabilização monetária e as reformas regulatórias implementadas a partir da segunda metade dos anos 1990 resultaram em um sistema que tem, como uma de suas principais características, mercados com elevados graus de concentração. Segundo o Relatório de Estabilidade Financeira de abril de 2025, o RC4, ou seja, a Razão de Concentração dos Quatro Maiores (Banco do Brasil, Caixa, Itaú e Bradesco)

¹ Os resultados destas auditorias estão disponíveis em: <https://www.fsb.org/about/leading-by-example/#participation-in-fsap>. Acesso em 14 fev. 2026.

apontava que este grupo de instituições respondia por 54,7 % dos ativos totais, 57,1% dos Depósitos e 57,9% do estoque de Operações de Crédito. Em algumas modalidades esta concentração era ainda maior, como é o caso do crédito consignado em folha (RC = 62,7%) e cheque especial (RC = 68%)².

Na origem deste fenômeno está o “desaparecimento” – pela insolvência, fusão ou aquisição por outras empresas - de quase metade das instituições financeiras autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil (BCB), entre 1994 e 2000. Este processo inicialmente refletiu a abrupta interrupção da espiral inflacionária que inviabilizou os modelos de negócios de cerca de 450 bancos múltiplos, comerciais, corretoras e distribuidoras, cujos balanços dependiam dos ganhos de *floating* inflacionário e/ou das imensas distorções nos preços dos ativos em um ambiente de inflação totalmente fora de controle.

A sequência de planos econômicos frustrados, - Cruzado, Cruzado II, Bresser, Verão, e Collor - que alteravam as regras de indexação e os prazos mínimos dos contratos financeiros, também criou um ambiente de elevada incerteza jurídica, bastante propício para que as instituições financeiras “administrassem” seus ativos e passivos de maneira particularmente rentável. A Tabela, a seguir, traz a evolução da participação das instituições autorizadas a funcionar pelo BCB no PIB, na primeira metade dos anos 1990.

Tabela 1 - Participação das Instituições Financeiras no PIB (em%)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Instituições Bancárias	11,4	8,77	10,11	12,54	10,43	6,24
Outras Instituições	1,38	1,76	2,02	3,07	1,94	0,7
Total	12,78	10,53	12,13	15,61	12,37	6,94
Receitas Inflacionárias	4,00	3,90	4,00	4,20	2,00	0,00
Deflator Implícito do PIB (%)	2.596	421	988	2.087	2.312	75

Fonte: DECNA/IBGE. Elaborado pelo autor.

Assim, em seus três ensaios, esta tese contempla uma análise detalhada das principais reformas micro institucionais e financeiras adotadas a partir da segunda metade dos anos 90 e de que forma elas impactaram na composição do SFN, modificaram o perfil de atuação das instituições participantes e resultaram na diversificação da oferta de produtos e serviços financeiros. Estas transformações foram acompanhadas de um intenso debate acerca de como

² Ver: Relatório da Estabilidade Financeira, volume 24, Abril de 2025. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/content/publicacoes/ref/202504/RELESTAB202504-refPub.pdf>.

construir uma arquitetura institucional que, entre outros objetivos: i) estabelecesse os limites de atuação entre o CADE e o Banco Central no julgamento de atos de concentração e; ii) harmonizasse as exigibilidades impostas pela Regulação Prudencial – a cargo do Banco Central do Brasil – com aquelas que integram a chamada Regulação de Conduta, sob responsabilidade da Comissão de Valores Mobiliários.

Essas questões são tratadas nos ensaios II e III. Em ambos os casos, a tese analisa o papel hegemônico da Autoridade Monetária que, em sua missão de garantir a estabilidade financeira, é responsável pela formulação e supervisão das normas que compõem a regulação prudencial. Os dois ensaios discutem, então, a atuação do Banco Central nas decisões em atos de concentração, que afetam o nível de competição no setor e a proposta de redesenho no padrão de regulação no País, que poderá resultar em uma expansão do perímetro de atuação da Autarquia, para incluir os Intermediários Financeiros Não Bancários.

1.1 Metodologia

Os três ensaios adotam o Método Qualitativo de Pesquisa, apoiado na técnica de pesquisa documental. Como, em comum, discutem a evolução da regulação financeira no Brasil, a maior parte dos estudos utilizados tem origem em relatórios e trabalhos produzidos pelas autoridades responsáveis pela regulação e supervisão dos mercados financeiro e de capitais no Brasil, além de manuais e textos especializados produzidos por entidades transnacionais como o Banco de Compensações Internacionais (BIS), a Organização Internacional das Comissões de Valores Mobiliários (IOSCO), o Fórum de Estabilidade Financeira (FSB) e o Fundo Monetário Internacional (FMI).

Também foram acessadas as bases de dados públicas que contêm as Resoluções, Atos Conjuntos, Exposições de Motivos, Leis, Decretos Presidenciais e Decisões do Judiciário que deram contorno ao quadro institucional e aos marcos legais e infralegais aplicáveis ao SFN, a partir da segunda metade dos anos 1990.

Por fim, destaque-se que o documento *Recomendações à Reitoria sobre o Uso da Inteligência Artificial na UFRJ (2025)* prescreve que:

Pesquisadores e alunos que utilizarem ferramentas de Inteligência Artificial Generativa (IAG) devem ser estimulados a informar o seu uso de forma apropriada, por exemplo, em seções de metodologia ou lugar adequado em artigos ou trabalhos acadêmicos, como ocorre com outras ferramenta ou métodos³.

Portanto, em conformidade com o que determina esse documento fica registrado que a ferramenta *Gemini – Deep Search* foi utilizada como fonte de busca de referências bibliográficas, para o resumo de documentos que se mostravam secundários aos objetivos da pesquisa e para a tradução técnica de trechos específicos dos relatórios produzidos pelas entidades internacionais de regulação e supervisão. Os *prompts* utilizados nas pesquisas foram:

- i) Ensaio I – “Estou estudando para fins de um trabalho acadêmico de que forma a regulação financeira em um país é determinada pela história econômica e social

³ Ver: *Recomendações à Reitoria sobre o Uso da Inteligência Artificial na UFRJ*. Disponível em: <https://conexao.ufrj.br/2026/03/ufrij-atualiza-diretrizes-de-integridade-academica-e-propoe-recomendacoes-sobre-o-uso-de-inteligencia-artificial/>. Acesso em: 20 mar. 2026.

desse país. Preciso de um breve resumo sobre este tema, que contenha as referências bibliográficas citadas em padrão aceito na academia, além de seus respectivos links”.

- ii) Ensaio II – “Estou estudando o conflito de competências entre o Banco Central do Brasil e a Conselho Administrativo de Defesa da Concorrência (CADE), no que diz respeito ao julgamento dos atos de concentração no setor bancário brasileiro. Estou interessado em analisar se existe uma hierarquia entre políticas públicas destinadas a assegurar a estabilidade do sistema financeiro e aquelas voltadas a assegurar a concorrência no sistema econômico. Faça um breve resumo sobre essa discussão e liste todas as fontes que foram utilizadas, seguindo as normas da ABNT, e seus respectivos links”.
- iii) Ensaio III – “Estou estudando o tema Padrões de Regulação Financeira, com vistas a dar subsídios ao debate acerca de mudança do modelo Setorial para o de Duas Torres no Brasil, tema trazido ao debate no final de 2024, pela Secretaria de Reformas Econômica, ligada ao Ministério da Fazenda. Faça um breve resumo sobre essa discussão e liste todas as fontes que foram utilizadas, seguindo as normas da ABNT, e seus respectivos links. Considerar na pesquisa o estudo feito pela CVM em janeiro de 2026 denominado “Twin Peaks Desafios para sua Implementação no Brasil”.

1.2 Introdução aos três ensaios

Ainda que não seja possível hierarquizar a importância de cada uma das reformas no processo de modernização dos mercados locais, é adequado afirmar que as profundas mudanças introduzidas no Sistema de Pagamentos Brasileiro (SPB) a partir de 2002 foram fundamentais para que os volumes transacionados nos diversos segmentos de mercado se expandissem de forma consistente. O novo SPB ampliou a segurança nos processos de liquidação das operações financeiras realizadas no âmbito das chamadas Infraestruturas de Mercado. Esses ambientes passaram a adotar mecanismos que, ou contemplavam os princípios de Liquidação uma a uma em Tempo Real, ou que estabeleciam as margens de segurança necessárias para que uma operação pudesse ser registrada em câmaras que oferecessem os serviços de compensação multilateral e de contraparte central.

Assim, o primeiro ensaio da tese analisa o processo de difusão destes mecanismos no mercado brasileiro que levou ao fechamento de um número expressivo de instituições, incapazes de realizar os investimentos nas novas tecnologias como, por exemplo, nas redes exclusivas que passaram a conectar os participantes do SFN entre eles, com o Banco Central e com os prestadores de serviços de transferências de reserva bancária, de registro, negociação e liquidação das operações financeiras. Neste novo ambiente, sistemas de gerenciamento de riscos e de administração intradiária de liquidez se tornaram nevrálgicos e exigiram, ademais, pesados investimentos.

Além dos desafios introduzidos pelo novo SPB, o ensaio analisa também duas outras inovações que mudaram a estrutura de funcionamento do mercado financeiro no País. A adesão ao Acordo de Basileia, cujos primeiros passos remontam ao ano de 1994 e a Reforma dos Mecanismos de Gestão da Dívida Pública Mobiliária Federal Interna (DPMFi), anunciada em 1999.

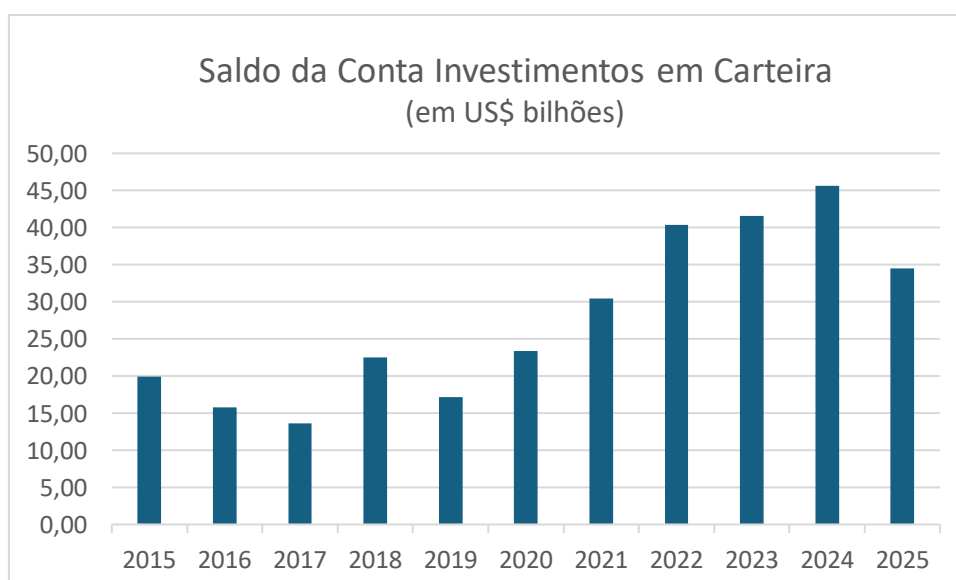
Assim, as principais transformações pelas quais passou o SFN foram acompanhadas de um conjunto de reformas legais e infralegais que, implícita ou explicitamente, buscavam alcançar dois objetivos: i) adequar os mercados financeiro e de capitais ao processo de estabilização, iniciado na segunda metade dos anos 90, que inviabilizou a sobrevivência de um conjunto relevante de instituições; ii) atrair a liquidez internacional para os títulos e valores mobiliários emitidos e negociados no País, aproximando o arcabouço legal e infralegal doméstico às

melhores práticas adotadas nos mercados financeiros mais desenvolvidos. Este é o foco do ensaio I, cujo título é “Estabilização, reformas regulatórias e as transformações do Sistema Financeiro Nacional”.

As alterações na arquitetura institucional envolvendo as principais autoridades responsáveis pela regulação e supervisão do SFN foram essenciais para que essas transformações se tornassem possíveis. Na maior parte das vezes, as reformas, ou mesmo as disputas judiciais envolvendo os papéis dos agentes públicos responsáveis pelo funcionamento dos mercados, resultaram em uma ampliação do poder do Banco Central do Brasil. Em particular, naquelas questões que pudessem afetar a capacidade desta Autoridade de administrar a solidez do Sistema.

O primeiro ensaio conclui que as reformas legais e infralegais adotadas após a edição do Plano Real tiveram êxito em conectar o SFN, aos mercados financeiros mais desenvolvidos. A partir da segunda metade dos anos 2000, a conta “Investimentos em Carteira” do Balanço de Pagamentos, passou a registrar o ingresso de grandes volumes de capital de não residentes, direcionados a títulos de dívida pública e privada, ações, fundos de investimentos, entre outros ativos emitidos domesticamente. Como pode ser observado no gráfico a seguir, entre 2020 e 2024, os fluxos em dólares praticamente dobraram de tamanho. Os números do gráfico retratam os saldos líquidos registrados nesta rubrica, ou seja, já descontados os recursos que brasileiros aplicaram no exterior.

Gráfico 1 – Saldo da Conta Investimentos em Carteira (em US\$ bilhões)



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração do Autor

Ressalte-se que todos os ativos custodiados pelos investidores não residentes contabilizados acima estão denominados em Reais e nenhum deles tem indexação a taxa de câmbio. Estas duas características reduzem significativamente a sensibilidade das contas externas e do estoque de dívidas – pública e privada – à eventuais episódios de desvalorizações cambiais abruptas.

Cumprido ressaltar que o elevado diferencial entre os juros praticados no Brasil e no exterior é a principal razão a explicar o comportamento destes saldos. Entretanto, a robustez do aparato regulatório, a existência de mecanismos seguros de registro e liquidação dos contratos e a liquidez dos mercados domésticos são características essenciais constitutivas dos mercados domésticos sem as quais o País não teria conseguido atrair volumes tão expressivos de recursos através desta conta.

O segundo ensaio, cujo título é “Conflito de competências entre BCB e o CADE: hierarquia e complementariedade nos julgamentos de atos de concentração no setor financeiro” sistematiza os argumentos em defesa da hegemonia entre as decisões de natureza prudencial e aquelas que tenham por objetivo promover a defesa da livre concorrência. O ensaio analisa, também, os argumentos apresentados por autores que defendem um papel mais ativo do CADE nestes processos, bem como as teses defendidas pela Autarquia nos debates formais sobre os limites de atuação destas duas Entidades que acabaram sendo julgadas em diversas instâncias do Judiciário.

Este debate ganhou novos contornos nos últimos anos, em especial após a assinatura do Memorando de Entendimento BCB/CADE, realizada em fevereiro de 2018. O referido documento retrata a posição das duas entidades de que não se trata mais de discutir se os objetivos de assegurar a estabilidade financeira prevalecem em relação às políticas de defesa da concorrência, mas sim de como harmonizar o papel destas duas Autarquias de forma que as decisões tomadas por elas resultem em ambientes mais resilientes do ponto de vista sistêmico e, ao mesmo tempo, preservem os interesses dos consumidores de produtos financeiros em linha com os princípios de defesa da concorrência. Com isso, a conclusão que o ensaio defende é a de que a tomada de decisão conveniada e cooperativa é uma solução apropriada para os conflitos antes ensejados entre tais entidades.

O terceiro ensaio, cujo título é “Modelo Setorial ou Twin Peaks: perspectivas e desafios da arquitetura regulatória no Brasil” trata, de forma semelhante, de uma questão ligada à distribuição de competências entre autoridades do sistema financeiro. Este debate ganhou maior tração após a crise de 2008 e, desde então, várias jurisdições alteraram seus modelos de regulação, reconhecendo que as atividades exercidas pelas diferentes instituições podem apresentar riscos semelhantes, independentemente das licenças que dispõem para operar. Assim, um possível rearranjo deveria focar nos riscos de mercado, de crédito e de liquidez, que as respectivas atividades ensejam, diferenciando no tratamento legal aqueles que podem dar origem a crises sistêmicas. Este seria um caminho mais adequado para reformar o quadro normativo e, conseqüentemente, rever as competências das autoridades de regulação e de supervisão, inclusive no que se refere à crescente representatividade de intermediários não bancários.

O Reino Unido, por exemplo, migrou de um modelo baseado na figura de um Regulador Único, para um formato em que convivem Duas Torres (*Twin Peaks*), uma delas responsável pela regulação prudencial e a outra pelas normas de conduta. À época este caso foi intensamente debatido no âmbito das entidades de regulação internacionais, sobretudo porque a mudança ocorreu em resposta à crise de 2008, que escancarou a fragilidade do aparato existente até então. O caso inglês é investigado em detalhes no ensaio III.

No Brasil, a proposta atualmente em debate implicaria na migração do modelo atual – conhecido como Setorial ou Institucional – para o modelo de Duas Torres, à semelhança do existente no Reino Unido. No primeiro caso, o regulador emite uma licença de funcionamento para cada tipo de instituição. Isto implica em um conjunto particular de exigências microprudenciais e de conduta, tais como capital mínimo para operar, observância de coeficientes de liquidez e alavancagem, regras de governança, sistemas de compliance e de gerenciamento de riscos específicos, entre outros. Ao cumprir estas exigibilidades, as instituições ficam autorizadas a realizar um conjunto amplo de operações ativas e passivas, que também estão sujeitas a limites e salvaguardas definidas em normas próprias.

Assim, caso o País venha a adotar essa inovação regulatória, isto implicaria em alterações profundas nos marcos legais que determinam os limites de atuação entre o Banco Central e a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), possivelmente concentrando o processo de

formulação de normas e de supervisão prudenciais na Autoridade Monetária, independentemente da licença que a instituição tenha para funcionar. Assim, por exemplo, os gestores de fundos de investimento, atualmente autorizados, regulados e supervisionados pela CVM, passariam a integrar também o universo de supervisão do Banco Central, no que se refere às situações em que possam representar riscos à estabilidade financeira.

As discussões acerca da configuração institucional que atualmente permeia a relação entre o Banco Central do Brasil e o CADE e entre a Autoridade Monetária e a CVM – tratadas, respectivamente, nos ensaios II e III - resultam de uma trajetória de reformas legais e micro financeiras que envolveram a composição e as competências de alguns fóruns estratégicos para a tomada de decisões de temas relevantes para as políticas monetária, cambial, creditícia e regulatória.

Mencionem-se, neste contexto, as inovações institucionais introduzidas pela Lei nº 9.069/95, que criou o Plano Real e que alterou a composição do Conselho Monetário Nacional (CMN), eliminando a participação de representantes da iniciativa privada. Entre 1993 e 1994 tinham assento no CMN o presidente da Febraban, Alcides Tápias, e os empresários Paulo Cunha (Grupo Ultra) e Arthur Sendas (Grupo Sendas), representando, respectivamente, a indústria e o comércio.

A partir da Lei que instituiu o Real, a composição deste fórum passou a contar apenas com a participação dos Ministros da Fazenda, do Planejamento e do Presidente do Banco Central. A implementação das principais microrreformas financeiras nos anos que se seguiram poderia ter sido bastante mais difícil caso a concentração do poder decisório nestas três autoridades não tivesse ocorrido previamente. A adesão do Brasil aos princípios do Acordo de Basileia (a partir de 1994) e a reforma do Sistema de Pagamentos Brasileiro (iniciada em 2002) são dois exemplos de iniciativas conduzidas pelo Conselho Monetário Nacional que implicaram em um aumento elevado dos custos de observância aplicáveis às instituições financeiras domésticas. Neste contexto, é possível especular que a aprovação destas duas inovações regulatórias teria sido mais contestada, se tomadas no período em que a composição do CMN era mais ampla.

Três outras alterações relevantes no arranjo institucional responsável pelo desenho das políticas de preservação do valor da moeda e de regulação financeira podem ser destacadas:

- i) A criação do Regime de Metas Inflacionárias, em 1999, instituído pelo Decreto 3.088, que atribui ao Conselho Monetário Nacional a responsabilidade de fixar as metas de inflação para os anos subsequentes e que confere ao Banco Central do Brasil o papel de conduzir a política monetária visando ao cumprimento dessa meta. A Lei Complementar 179/2021, por sua vez, reforçou o papel da Autoridade Monetária como guardiã da estabilidade de preços e da estabilidade financeira, mas formalizou o entendimento de que a concorrência é um objetivo legal obrigatório.
- ii) A constituição do Comissão Técnica Moeda e do Crédito (COMOC), também instituída pela lei que regulamentou o Plano Real. Este fórum passou a ter como principais responsabilidades preparar a pauta do CMN e prover o assessoramento técnico a seus membros, em questões que envolvam a formulação das políticas monetária, cambial, regulatória e de crédito.⁴
- iii) A criação do Comitê de Fiscalização e Regulação dos Mercados Financeiro, de Capitais, de Seguros, de Previdência e de Capitalização (COREMEC), ocorrida em 2006, que tem como principal papel buscar a harmonização das ações entre o Ministério da Fazenda, Banco Central e Tesouro Nacional, bem como fixar diretrizes comuns para os responsáveis pela regulação e supervisão dos principais participantes do mercado financeiro (Instituições Financeiras, Emissores de Títulos e Valores Mobiliários, Gestores de Portfólio, Fundos de Pensão e Seguradoras)⁵.

Importante ressaltar que cabe ao Banco Central do Brasil exercer a secretaria-executiva destes dois últimos fóruns e do Conselho Monetário Nacional. Assim, além de tentar promover algum nível de sincronia entre as agências públicas, as mudanças no quadro institucional também indicaram um fortalecimento da Autoridade Monetária não só no seu papel clássico de

⁴ Têm assento no COMOC: o presidente do Banco Central, que tem a função de coordenador do Fórum, o presidente da Comissão de Valores Mobiliários, o Secretário-Executivo do Ministério do Planejamento e Orçamento, o Secretário-Executivo do Ministério da Fazenda, o Secretário do Tesouro Nacional, o Secretário de Reformas Econômicas do Ministério da Fazenda, o Secretário de Política Econômica do Ministério da Fazenda e 4 Diretores do Banco Central do Brasil.

⁵ Já o COREMEC é composto pelos presidentes do Banco Central (BCB) e da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), e pelos Superintendentes gerais da Previc - Superintendência Nacional de Previdência Complementar) e da Susep – Superintendência de Seguros Privados

guardião do valor da moeda, mas também no que diz respeito às suas funções de regulador prudencial e de supervisor da solvência do sistema financeiro nacional.

Note-se, por fim, que a pesquisa bibliográfica constatou que a maior parte das reformas microfinanceiras foi inspirada em documentos produzidos por entidades transnacionais de monitoramento, regulação e supervisão financeiras, tais como o Banco de Compensações Internacionais (BIS – Bank of International Settlements), a Organização Internacional das Comissões de Valores Mobiliários (IOSCO – International Organization of Securities Commissions), o Fundo Monetário Internacional (FMI) e Banco Mundial⁶. Ainda que o objetivo de conectar o mercado brasileiro ao sistema financeiro globalizado não estivesse explícito nas exposições de motivos que acompanharam cada uma dessas reformas, a implementação não somente seguiu as recomendações de melhores práticas emanadas por aquelas entidades, como contou com o treinamento e o apoio técnico de forças-tarefas que visitavam o País para ajudar na implementação de uma agenda de medidas destinadas a melhorar o ambiente de negócios local.

A adesão ao receituário internacional foi o caminho mais rápido na estruturação de um ambiente de negócios que fosse capaz de atrair o capital financeiro de investidores não residentes. Esta estratégia também se propunha a criar condições para que as unidades familiares, as pessoas jurídicas não financeiras, encontrassem no País condições operacionais e mercados estruturados que acolhessem suas poupanças. Nesse contexto, a adesão às melhores práticas serviu para dar um contorno regulatório ao SFN que se assemelhasse ao existente nos grandes centros internacionais e que permitisse ao País competir pela poupança externa com outros mercados emergentes, como Chile e México, em condições similares. A tese defende a ideia de que as reformas cumpriram estes objetivos.

Por outro lado, características como taxas de juros exorbitantes, níveis elevadíssimos de concentração bancária, de endividamento das famílias, de spreads de crédito, lucros extraordinários auferidos pelos grandes conglomerados bancários, são alguns dos “efeitos colaterais” do processo de transformação do Sistema Financeiro Nacional, certamente

⁶ O Banco Mundial até 2020 editava uma publicação anual denominada *Doing Business* em que recomendava a adoção de reformas de diversas naturezas visando melhorar o ambiente de negócios em cada País. Isto significava, por exemplo, a adoção de medidas que garantissem o cumprimento dos contratos, que respeitassem os direitos de propriedade, que desburocratizassem as exigências para a criação de novos negócios, que ampliassem o acesso ao crédito, entre outras.

influenciadas pelas escolhas de políticas regulatórias alinhadas ao receituário internacional e que foram adotadas pelas autoridades governamentais sem qualquer receio de que o resultado pudesse conter essas distorções.

A importância desse alinhamento está explicitada em documento publicado pelo FMI em 2019⁷:

O arcabouço da política macroeconômica e as instituições brasileiras evoluíram significativamente ao final do século XX. Um elemento central foi a implementação do Plano Real. Paralelamente, esforços de fortalecimento da regulação financeira, alinhados aos padrões internacionais, contribuíram para aumentar a resiliência do sistema financeiro. (FMI, 2019, p. 15)

O esforço de transformar o Brasil num hub financeiro capaz de atrair capitais de não residentes motivou ainda a criação da Brasil Investimentos e Negócios (BRAIN). Esta entidade reuniu as principais associações que representavam o capital financeiro privado a um conjunto de agentes públicos (Banco Central, CVM e Ministério da Fazenda, Tesouro Nacional, Receita Federal, entre outros) responsáveis por participarem das discussões acerca das pautas consensadas neste fórum. Na prática, a BRAIN tinha dois objetivos primordiais: centralizar a interlocução com as autoridades em torno de projetos que melhorassem o ambiente de negócios local e organizar iniciativas destinadas a promover o mercado brasileiro nos grandes centros financeiros, como Londres e Nova York. Tratava-se, portanto, de um projeto cujo sucesso⁸ “[...] requer a integração total entre a iniciativa privada e o poder público, visando a ampliação da projeção internacional do País e de suas conexões com outros mercados”. (Giulfrida, 2010)

Em ambos os casos, a participação dos entes públicos foi bastante ativa. Grupos de trabalho temáticos foram constituídos para tratarem de questões como a desburocratização do acesso dos investidores externos aos mercados locais, equalização da tributação dos ativos emitidos no País àquela adotada nos mercados concorrentes, padronização de mensagens para a emissão de ordens de pagamento transfronteiriças, entre outras. Já as missões que

⁷ Cuevas et. al (2019). *An Eventful Two Decades of Reforms, Economic Boom, and a Historic Crisis*. In: *Brazil Boom, Bust, and the Road to Recovery*. IMF. Disponível em: <https://www.elibrary.imf.org/display/book/9781484339749/ch002.xml#:~:text=At%20the%20same%20time%2C%20efforts,key%20sectors%20of%20the%20economy>.

⁸ Disponível em: <https://www.anbima.com.br/data/files/3D/F5/F5/82/72C575106582A275862C16A8/Informativo%20ANBIMA%20005.pdf>.

participavam de eventos de divulgação do mercado brasileiro no exterior sempre contavam com a presença de autoridades federais de primeiro escalão. Estas agendas deixam evidente o engajamento dos agentes públicos no projeto de internacionalização do mercado financeiro brasileiro.

Com base no acima exposto, portanto, o principal objetivo da tese é discutir os processos de transformação ocorridos no SFN, com ênfase em analisar a agenda de reformas implementadas a partir de 1994, o papel de seus protagonistas e as mudanças no quadro institucional que fortaleceram o protagonismo do Banco Central na condução das políticas destinadas à preservação do valor da moeda. O texto também indaga se essas reformas podem ser consideradas exitosas, no sentido de promover a modernização dos mercados financeiros e de capitais domésticos com o intuito de conectá-los ao Sistema Financeiro Internacional. Estas são as duas principais contribuições do primeiro ensaio ao debate acadêmico sobre a evolução do Sistema Financeiro Brasileiro desde a edição do Plano Real.

Embora esta tese não se debruce diretamente sobre o tema da financeirização da economia brasileira, as questões abordadas nos três ensaios estão diretamente interrelacionadas a este fenômeno. As reformas institucionais e regulatórias pós estabilização criaram um ambiente propício ao aumento dos montantes de ativos financeiros registrados no mercado primário e da liquidez nos mercados secundários. Mercados financeiros líquidos e com múltiplos participantes são essenciais às estratégias que promovem à valorização do capital financeiro.

O Gráfico 2, a seguir, retrata este fenômeno. Nele pode-se observar a evolução da Riqueza Financeira (RF) em percentual do PIB, entre 2003 e 2024. Este agregado corresponde à soma dos estoques de títulos e valores mobiliários emitidos e transacionados no País no último dia útil de cada ano. Na prática, o indicador é obtido somando-se o valor de todos os ativos privados de renda fixa e variável registrados na Brasil, Bolsa e Balcão (B3) - títulos de dívida corporativa, instrumentos de cessão de crédito, títulos de captação bancária e ações – ao montante de títulos públicos federais custodiados no Sistema Selic. A esta soma é acrescentado o estoque de depósitos de poupança. O valor final obtido com esta metodologia corresponde ao total da Poupança Financeira detida pelas unidades familiares, pelas pessoas jurídicas e pelos investidores institucionais.

Este cálculo não incorpora os títulos públicos emitidos pelo Tesouro que estão na carteira do Banco Central para fins de gestão diária da liquidez bem como as cotas de fundos de investimento, de forma a evitar dupla contagem, já que os ativos que estão nas carteiras desses investidores são os mesmos que estão custodiados na B3 e no Sistema Selic.

As crises ocorridas neste período ajudam a explicar a intensa variação deste agregado ao longo dos anos. Ainda assim, não resta dúvida de que, em cerca de 20 anos, esses volumes praticamente duplicaram. Em 2003, a Riqueza Financeira totalizava 103% do PIB. Em 2020, o indicador havia dobrado de valor. A crise de Covid-19 “consumiu” parte da poupança financeira dos agentes que regrediu para algo próximo a 170% do PIB.

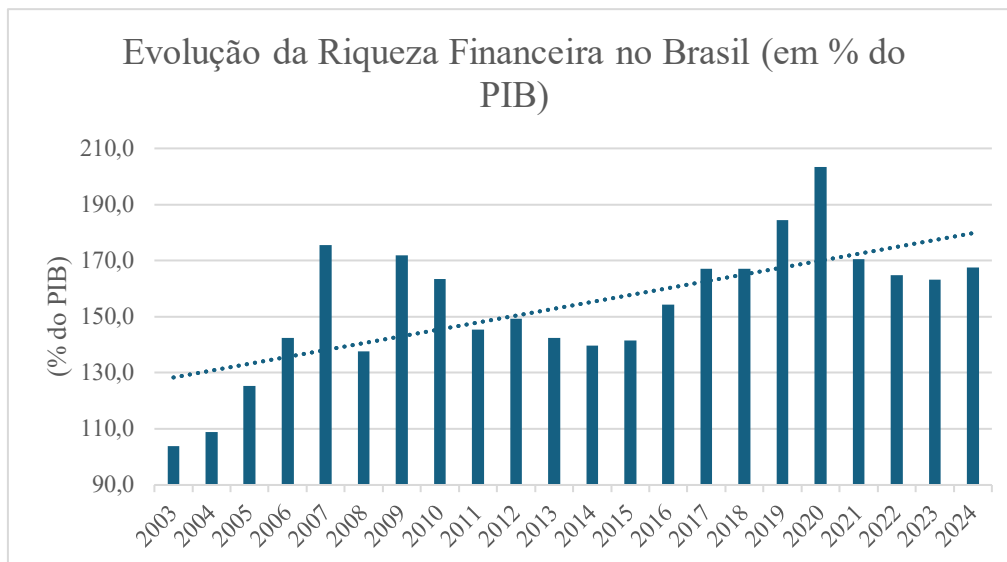
Alguns mercados como o de título de dívida corporativa e de instrumentos de securitização só se desenvolvem a partir dos anos 2010, quando boa parte das reformas já tinham sido implementadas no País. Nestes dois casos, foram importantes também a introdução de inovações regulatórias, como a Lei 12.431, que criou as debêntures incentivadas

No que diz respeito à evolução dos estoques de ativos financeiros no Brasil, duas ressalvas podem ser apontadas. A primeira delas é a de que parcela da expansão dos volumes também pode ser explicada pelos níveis elevados das taxas de juros praticadas no País, em termos reais. Por outro lado, a tese reconhece o fato de que o desenvolvimento do sistema financeiro nacional não resultou em um ambiente funcional para o financiamento ao desenvolvimento econômico.

Na visão de Studart:

[Um] sistema financeiro é funcional para o processo de desenvolvimento quando ele expande o uso de recursos existentes no processo de desenvolvimento econômico com um mínimo aumento possível na fragilidade financeira e outros desequilíbrios que possam deter o processo de crescimento por razões puramente financeiras. (Studart, 1995 *apud* Paula, 2013)

Partindo-se desse conceito, poder-se-ia afirmar, sem riscos de errar, que as reformas mencionadas fracassaram, já que o sistema bancário privado em nenhum momento da história econômica brasileira foi capaz constituir uma carteira de crédito com perfil de longo prazo, capaz de financiar o circuito *finance/funding* ou mesmo oferecer um cardápio de operações de crédito que atendessem às necessidades das famílias com prazos e custos adequados.

Gráfico 2 – Evolução da Riqueza Financeira no Brasil (em % do PIB)

Fontes: Banco Central do Brasil e B3. Elaboração própria.

É inconteste o papel hegemônico do Banco Central na condução das reformas que ajudam a explicar a trajetória observada acima. O mesmo se pode dizer no que se refere às decisões acerca de atos de concentração envolvendo instituições reguladas pela Autoridade Financeira. O debate sobre esta hegemonia, na verdade, remonta aos primeiros anos do processo de estabilização, em que ficou evidente a incapacidade de muitas instituições de sobreviverem em um ambiente com inflação controlada.

A aceleração dos níveis de preços garantiu por um longo tempo a sobrevivência de instituições financeiras com estratégias de negócios totalmente dependentes dos chamados *ganhos de floating*, ou seja, das receitas inflacionárias que resultavam da apropriação pelas instituições bancárias da parcela dos saldos não remunerados em seus passivos (basicamente os depósitos à vista). Adicionalmente, bancos, corretoras e distribuidoras de títulos e valores mobiliários se beneficiavam intensamente das distorções provocadas pela espiral inflacionária sobre a precificação dos ativos. Estas distorções eram particularmente lucrativas para os agentes que operavam na intermediação diária de recursos e de títulos com liquidez diária, o chamado mercado *overnight*.

Estimativas elaboradas pelo Departamento de Contas Nacionais do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatísticas (Decna/IBGE) indicam que a estabilização provocou uma redução significativa na participação das atividades de intermediação financeira no PIB. Em 1994, o valor adicionado pelas instituições financeiras alcançava 12,4%. No ano seguinte havia se reduzido para 6,9%. Cerca da metade das instituições financeiras existentes em 1995 haviam desaparecido no ano 2000 – liquidadas, fundidas ou compradas pelos sobreviventes ou por novos entrantes. Neste universo estão bancos como Nacional, Econômico, Bamerindus, Real, além de instituições públicas estaduais de grande porte, como o Banespa e o Banerj. A maior parte destas operações contou com algum desconto regulatório e com benefícios fiscais destinados a atrair compradores e evitar que a quebra de um desses insolventes provocasse alguma desconfiança acerca da solidez do sistema financeiro nacional.

Destaque-se, ainda, que entre os novos entrantes estavam os bancos estrangeiros até então proibidos de ingressar no País pelo artigo 52 das Disposições Transitórias da Constituição de 1988. Decreto assinado em 1995, pelo então presidente Fernando Henrique Cardoso, reconheceu que a entrada dos estrangeiros no mercado local era “de interesse nacional”, condição prevista no próprio artigo 52. Ao amparo desta mudança institucional, grandes operações de aquisição foram realizadas, tais como a compra do Banespa pelo Santander e do Bamerindus pelo HSBC. Em todos estes casos, as aquisições foram aprovadas pelo Banco Central do Brasil, sem a intervenção do CADE.

Esta hegemonia decisória do Banco Central no julgamento dos atos de concentração foi contestada juridicamente pelo CADE em vários episódios. Um caso paradigmático envolveu a aquisição do BCN pelo Bradesco, já que a autoridade de defesa da concorrência havia aplicado uma multa ao Bradesco alegando que, pelas características da operação, ela deveria ter sido submetida também àquela Autarquia. O Banco recorreu desta punição e após uma longa batalha jurídica coube ao Supremo Tribunal Federal (STF), em decisão final, cancelar a aplicação da multa, alegando que a Lei 4.595, de 31/12/1964, que regulamenta o funcionamento do Sistema Financeiro Nacional, determina em seu artigo 18, parágrafo 2º, que o Banco Central do Brasil, no exercício da fiscalização que lhe compete também “(...) regulará as condições de concorrência entre instituições financeiras, coibindo-lhes os abusos com a aplicação da pena nos termos desta Lei”.

Assim, o segundo ensaio da tese debate o conflito de competências entre o Banco Central do Brasil e o CADE. Sua principal contribuição ao debate acadêmico é analisar esse confronto institucional por duas lentes: uma mais formal, o que significa identificar nas leis que definem as competências dessas duas autarquias, a existência de uma eventual hierarquia entre elas. O ensaio também sistematiza as decisões do Judiciário em alguns dos episódios que foram levados até as Cortes, pelo CADE. A segunda lente de análise – mais associada à economia política – busca apresentar, descrever e avaliar como se desenharam as tentativas de construção de um espaço cooperativo entre as duas Autarquias que buscasse algum equilíbrio entre os objetivos de preservar a solidez do sistema financeiro e ao mesmo tempo dar incorporar preocupações quanto ao intenso processo de concentração bancária ocorrido no País. Este, entre outros efeitos deletérios, ajuda a explicar por que são tão altos os *spreads* bancários em nosso mercado. O quadro a seguir traz um breve resumo das questões que são analisadas detalhadamente no ensaio II.

Quadro 1 – Conflito de competências entre o BCB e o CADE no julgamento de Atos de Concentração

Dimensões Analíticas	Banco Central do Brasil	CADE
Marco Legal	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Lei Ordinária nº 4.595/1964 ▪ Lei Complementar 179/2021 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Lei 12.529/2011
Natureza da Norma	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Lei Especial (Setorial) 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Lei Geral (Transversal)
Objeto de Proteção	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Assegurar a estabilidade de preços ▪ Zelar pela higidez e pela eficiência do SFN 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Defender a livre concorrência ▪ Zelar pelo bem-estar do consumidor
Conceitos e Ferramentas	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Capital de entrada e Estrutura de Governança 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Mercado relevante ▪ Concentração e Poder de Mercado

	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Patrimônio compatível com o risco das carteiras ▪ Índices de Liquidez e Alavancagem 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Barreiras a entrada e Rivalidade
Poder de Intervenção	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Autorização para funcionamento ▪ Julgamento de Atos de Concentração, Intervenção e Liquidação Extrajudicial 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Aprovação ou reprovação de atos de concentração ▪ Imposição de remédios
Ferramental Técnico	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Regulação e supervisão bancárias ▪ Monitoramento Prudencial (Acordo de Basileia) 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Eficiências x prejuízos ao bem-estar do consumidor
Guias e Regulamentos	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Guia de Atos de Concentração/Comunicado 22.366/12 ▪ Memorando de Entendimento BCB/CADE - fevereiro/18 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Guia Atos de Concentração Horizontal/2016 ▪ Memorando de Entendimento BCB/CADE - fevereiro/18

Fontes: BCB e CADE. Elaboração própria.

Por fim, o terceiro ensaio trata da distribuição de competências entre as entidades domésticas responsáveis pela regulação e supervisão dos participantes dos mercados financeiro, de capitais, de seguros e de previdência privada – Banco Central, CVM, Susep e Previc - e da possibilidade de alteração no modelo de regulação adotado no País, debatida mais intensamente no ano de 2024. Os dois períodos de forte instabilidade financeira mais recentes (a crise de 2008, marcada inicialmente pela quebra do Lehman Brothers e a crise de 2020, motivada pela pandemia de Covid-19) intensificaram os debates acerca de como deveriam estar institucionalmente organizados os aparatos de regulação e de supervisão em cada país para fazer frente aos riscos que se explicitaram nestes dois episódios. Sobretudo, para adequá-

los ao fato de que parte significativa da instabilidade financeira emergiu de um conjunto relevante de instituições que passaram por problemas de solvência e que estavam fora do perímetro de atuação dos reguladores prudenciais.

O debate no Brasil reproduz em parte estes dilemas, mas há algumas especificidades que são analisadas no terceiro ensaio. Entre elas, a discussão envolvendo a autonomia financeira do Banco Central, proposta que está transitando no Congresso Nacional e que provocou a reação dos demais reguladores nacionais.

2 ESTABILIZAÇÃO, REFORMAS REGULATÓRIAS E AS TRANSFORMAÇÕES DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL

2.1 Resumo

A edição do Plano Real, em meados de 1994, deu início a uma trajetória de transformações no Sistema Financeiro Nacional, que incluíram modificações em sua composição e *modus operandi*, mas também mudanças relacionadas à resiliência das instituições e da infraestrutura de pagamentos e à liquidez das negociações com títulos e valores mobiliários. O objetivo deste ensaio é identificar e avaliar as modificações no quadro institucional e nos marcos legal e regulatório nesse período que foram determinantes para essa trajetória, bem como as motivações que direcionaram a ação dos agentes públicos no sentido de sua implementação.

A pesquisa se dividiu em duas frentes, a primeira delas focada na análise de quatro reformas implementadas no SFN, no período: a reestruturação do Sistema de Pagamentos (em 2002), as mudanças no processo de gestão da Dívida Pública Mobiliária Interna (anunciadas no final de 1999), a adoção das Regras de Basileia (iniciada em 1994) e a implementação do PROER e PROES (a partir de 1995). A segunda frente procurou identificar a existência de planejamento ou projetos de governo que articulassem essas iniciativas em torno de objetivos comuns.

No primeiro caso, a investigação revelou que as reformas empreendidas tiveram como referência comum o receituário produzido por entidades transnacionais de regulação. Quanto à segunda frente, não foram identificadas propostas integradas cujo objetivo específico fosse o de promover a reestruturação do SFN. Com isso, este ensaio traz como principal contribuição ao debate acadêmico a proposição de que o fio condutor a integrar as reformas financeiras adotadas nesse período foi a intenção das autoridades de aproximar o mercado financeiro local ao receituário internacional, como estratégia para atrair investimentos de não residentes para aplicações em ativos, negociados e liquidados no Brasil.

À luz desse fio condutor, as reformas podem ser consideradas bem-sucedidas, no sentido de promover modernização dos mercados domésticos, conectando-os ao Sistema Financeiro Internacional. Resultaram, entre outros efeitos, em uma vigorosa expansão da liquidez nas negociações com títulos denominados na moeda doméstica, e prepararam a infraestrutura

para inovações financeiras que ampliaram o acesso a serviços de pagamentos e ao crédito. Em contraposição, há desdobramentos desafiadores como aqueles que se referem à concentração bancária, à fiscalização desse ecossistema mais complexo, e à financeirização, em especial, aos impactos da acelerada inclusão financeira sobre o perfil de endividamento das famílias.

Palavras Chaves: Reformas Institucionais; Gestão da Dívida Pública Interna, Sistema de Pagamentos Brasileiro; PROER, PROES

2.2 Abstract

The enactment of the *Plano Real* in mid-1994 initiated a period of profound transformations within the National Financial System (SFN), encompassing changes in its composition and *modus operandi*, as well as advancements in institutional resilience, payment infrastructure, and securities market liquidity. This essay aims to identify and evaluate the institutional, legal, and regulatory shifts during this period that were instrumental to this trajectory, alongside the underlying motivations that guided public agents in their implementation.

The research is organized into two primary analytical fronts. The first focuses on four key structural reforms: the restructuring of the Brazilian Payment System (2002), changes in the management of the Domestic Public Debt (announced in late 1999), the adoption of the Basel Accords (beginning in 1994), and the implementation of PROER and PROES (from 1995 onwards). The second front investigates the existence of integrated government planning or projects designed to coordinate these initiatives toward common objectives.

The initial findings reveal that these reforms were consistently aligned with the policy prescriptions of transnational regulatory bodies. Regarding the second front, no integrated proposals specifically aimed at a holistic restructuring of the SFN were identified. Consequently, this thesis argues that the common thread integrating the financial reforms of this period was the authorities' intent to align the domestic financial market with international standards as a strategy to attract non-resident investment into assets traded and settled in Brazil.

Considering this guiding principle, the reforms may be considered successful in modernizing domestic markets and integrating them into the International Financial System. These

measures fostered a robust expansion of liquidity in local-currency securities trading and established the infrastructure for financial innovations that broadened access to payment services and credit. Conversely, challenging outcomes emerged, such as increased banking concentration, the heightened complexity of ecosystem supervision, and the process of financialization—specifically the impacts of accelerated financial inclusion on the indebtedness profiles of households.

Keywords: Institutional Reforms; Domestic Public Debt Management; Brazilian Payment System; PROER; PROES.

2.3 Introdução

O Sistema Financeiro Nacional (SFN) passou por transformações estruturais a partir dos anos 1990, que se aprofundaram após a edição do Plano Real, editado em 1994. O período pós estabilização foi caracterizado por significativas alterações na composição do SFN, no perfil de atuação das instituições participantes, na diversificação da oferta de produtos e serviços financeiros, bem como na modernização dos portfólios e no surgimento de novos entrantes, com modelos de negócios bastante diferenciados em relação aos que prevaleciam nos anos de alta inflação

Um primeiro conjunto de alterações no marco regulatório, iniciado ainda no final dos anos 1980, tinha por objetivo facilitar a entrada e a saída de recursos de não residentes, destinados a aplicações no mercado financeiro local. Este processo de liberalização contou com uma sequência de inovações normativas que eliminaram os vários entraves existentes na legislação cambial aplicados aos fluxos de ingresso e de remessa de moeda estrangeira no País.

Seus primeiros passos foram a edição da Resolução CMN 1.552/88, que criou o Mercado de Câmbio de Taxas Flutuantes. A partir de então o mercado brasileiro operou em um arranjo dual. No segmento conhecido como de Taxas Livres eram cursadas as transações comerciais e financeiras. No mercado de Taxas Flutuantes, passaram a ser registradas uma série de transações ligadas ao setor de turismo, pequenas transferências de varejo e aquelas que envolvessem o uso das chamadas CC5, que eram contas de Instituições Financeiras sediadas no exterior utilizadas para receber e enviar moeda estrangeira, sem a imposição de quaisquer

limites e sem destinação compulsória. Na prática, (Paula, 2010, página 73) esta conta permitia a residentes e não residentes enviarem e receberem do exterior moeda estrangeira livremente, ou seja, sem qualquer restrição normativa. As operações cursadas através das CC5, entretanto, dependiam da elaboração de um dossiê, que identificasse a origem e o destino dos recursos que por elas transitassem.

Ainda que este objetivo não fosse explícito, trazer a CC5 para dentro de um ambiente regulado e apartado das transações comerciais tinha o objetivo de atrair para a formalidade, uma série de operações que eram realizadas no mercado paralelo, sem que isto significasse que a origem dos recursos era necessariamente ilegal.

O mercado de Taxas Flutuantes poderia funcionar ainda como um amortecedor de choques externos. Para Franco (2004), em situações de stress, a taxa praticada neste segmento poderia flutuar livremente, protegendo as transações de câmbio vinculadas ao comércio internacional. Em 1996, as CC5 foram extintas pela Circular nº 2.677, que regulamentou a abertura de contas de não residentes no Brasil e determinou que os créditos nestas contas deveriam corresponder necessariamente a operações de câmbio cursadas no mercado de Taxas Flutuantes. Em 1999, os dois mercados são fundidos e o país passa a adotar um regime de câmbio de livre flutuação.

Este processo culminou com a aprovação pelo Congresso Nacional da Lei 14.286, de 2021, conhecida como o Novo Marco do Câmbio, que consolida e simplifica as normas cambiais, eliminando as últimas restrições que ainda existiam nessa legislação. A referida Lei autoriza a abertura de contas correntes em moeda estrangeira no Brasil, para todas as unidades econômicas sediadas no País. Na prática, entretanto, a falta de norma posterior que regulamentasse o funcionamento destas contas impede que os bancos locais ofereçam este produto.

Portanto, não existem mais quaisquer restrições para que um residente mantenha sua poupança financeira fora do país, desde que consiga comprovar a origem dos Reais que serão convertidos na moeda estrangeira a ser transferida para o exterior. A liberalização é total também no sentido oposto, ou seja, não estão presentes no marco legal qualquer tipo de restrição para que os investidores estrangeiros apliquem seus capitais em títulos, contratos e valores mobiliários no Brasil.

Outro motor do processo de transformação do SFN foi fim dos ganhos de floating inflacionário, provocado pela abrupta interrupção da espiral inflacionária alcançada pelo Plano Real. Entre 1994 e 2000, mais de 300 instituições financeiras autorizadas a funcionar pelo Banco Central desapareceram. Cinquenta e seis bancos, oitenta e oito corretoras e cento e oitenta e oito distribuidoras de títulos e valores mobiliários foram liquidadas, fundidas ou adquiridas, algumas delas ao amparo do Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional (PROER) e do Programa de Incentivo à Redução do Setor Público Estadual na Atividade Bancária (PROES).

Os bancos estrangeiros tiveram papel relevante neste processo, após o ex-presidente Fernando Henrique assinar, em agosto de 1995, um decreto considerando de interesse nacional o ingresso destes agentes no Brasil, decisão que regulamentou o inciso III, do artigo 192, da Constituição Federal. Foi ao amparo desta inovação institucional que o Santander adquiriu o Banco Real e o Banespa e que o Bamerindus foi vendido ao HSBC.

Todo este processo de mudanças foi acompanhado pela modernização das infraestruturas que dão suporte e segurança aos mecanismos de registro, negociação e liquidação das operações financeiras cursadas no País. As inovações introduzidas a partir de 2002, transformaram substancialmente os canais por onde eram realizadas as transferências de fluxos de recursos entre os bancos, infraestruturas de mercados e entre estes agentes e o Banco Central.

Assim, a reforma do Sistema de Pagamentos Brasileiro (SPB) foi primordial para que os volumes transacionados nos diversos segmentos de mercado se expandissem. A reforma foi ainda importante porque eliminou a possibilidade de que as instituições financeiras apresentassem déficits em suas contas de reserva bancária, quando eram liquidadas pela Autoridade Monetária. Os mecanismos de segurança introduzidos a partir da reforma passaram a bloquear, em tempo real, qualquer lançamento a débito que superasse o saldo disponível nessas contas. Este era um grave problema administrado pela autoridade monetária, que foi se tornando cada vez mais agudo na medida em que eram liquidados alguns grandes bancos, como o Econômico, Nacional e o Bamerindus.

Ressalte-se que o esforço de pesquisa voltado a identificar a existência de um plano de Governo, ou mesmo de um projeto econômico que integrasse essas iniciativas, mostrou-se

infrutífero. O documento mais próximo nesta direção foi “A Agenda Perdida: diagnósticos e propostas para a retomada do crescimento com maior justiça social”, cuja coordenação coube aos economistas Marcos Lisboa e José Scheinkman⁹.

Esse texto se propôs a debater uma agenda de entraves macro e microeconômicos que explicariam a estagnação econômica e a elevada desigualdade de renda no Brasil. Sobre o sistema financeiro, apenas algumas poucas considerações sobre a falta de dinamismo do mercado de crédito no País atribuído, pelos autores, aos níveis muito elevados dos spreads bancários. Este fenômeno, por sua vez, resultaria da cunha fiscal (impostos e tributos cobrados sobre as operações financeiras), dos custos administrativos, da provisão para cobrir a inadimplência e do lucro da intermediação financeira.

Assim, a inexistência de documentos que consolidassem uma proposta de reestruturação do setor financeiro articulada e de alcance mais abrangente indica que, se houve algum esforço de sincronia entre as ações, ele ficou circunscrito à criação de alguns fóruns de interação entre as burocracias pertencentes às agências de governo responsáveis pela formulação das políticas financeiras.

Foi o caso da criação do Conselho da Moeda e do Crédito (COMOC) e do Comitê de Fiscalização e Regulação dos Mercados Financeiro, de Capitais, de Seguros, de Previdência e de Capitalização (COREMEC). Estas duas inovações institucionais fortaleceram o papel do Banco Central na condução das políticas para o setor financeiro, na medida em que as secretarias executivas dos fóruns recém-criados ficaram sob sua governança. A concentração de poder decisório na alçada desta autarquia é discutida na seção 2.5.

A investigação sobre as reformas revelou que elas estavam plenamente aderentes ao receituário internacional produzido por entidades transnacionais de regulação e de supervisão. Assim, por exemplo, as ideias que nortearam o Banco Central do Brasil na condução da reforma do Sistema de Pagamentos Brasileiro estão detalhadas nos documentos “*Core Principles for Systemically Important Payment Systems*” e “*Report of the Committee on Interbank Netting Schemes of the Central Banks of the Group of Ten countries*”, este último

⁹ **Lisboa, Marcos B. Scheinkman, José.** Disponível em: <https://www.columbia.edu/~js3317/JASfiles/AgendaPerdida.pdf>. Acesso em: 26 abr. 2025.

conhecido como relatório Lamfalussy¹⁰. Os dois textos, editados nos anos 1990 pelo BIS, são citados em vários documentos produzidos pelos técnicos da Autoridade Monetária. A seção 2.7.5 detalha o processo de transformação do SPB e confirma a plena aderência desta reforma aos princípios descritos nos dois relatórios.

Na mesma direção, está o anúncio de 21 medidas destinadas ao Aprimoramento da Gestão da Dívida Mobiliária Federal, no final de 1999. A divulgação dessas iniciativas pelo Tesouro Nacional, em parceria com o Banco Central, contou com o apoio do Banco Mundial, tanto técnico quanto financeiro, concedido por meio de um empréstimo para o fortalecimento institucional do Tesouro, em particular para que a Instituição (*Programmatic Fiscal Reform Loan*, p. 3): “[...] pudesse adotar um programa que aproximasse o processo de gestão da dívida federal às melhores práticas”¹¹.

A adesão do Brasil ao Acordo de Basileia não é diferente. Em 1994, o País dá início a este processo, através da publicação da Resolução CMN 2.099/94. Esta norma espelhou as recomendações originalmente produzidas pelo Comitê de Basileia para Supervisão Bancária (BCBS, na sigla em inglês), fórum vinculado ao BIS. O documento “*International Convergence of Capital Measurement and Capital Standard*” divulgado em 1998, pelo BCBS, de adesão voluntária, propunha que os bancos centrais passassem a exigir níveis mínimos de requerimento de capital para a autorização de instituições financeiras, além de patrimônio líquido compatível com os riscos assumidos por suas carteiras de crédito.¹²

O relatório indicava, também, a necessidade de incorporar no futuro novas exigibilidades associadas aos riscos de taxas de juros e das carteiras de ações. A agenda de mudanças previstas nas recomendações do Comitê de Basileia foi acompanhada, *pari passu*, pelo Banco Central do Brasil, na implementação das versões I, II e III do Acordo, além de suas Emendas.

Da mesma forma, as soluções utilizadas no âmbito do PROER e PROES tinham como objetivo mitigar o risco prudencial representado pelas instituições socorridas e incluíram estratégias

¹⁰ Disponíveis em: https://www.bis.org/cpmi_pubs/index.htm. Acesso em 12 nov. 2025.

¹¹ Disponível em: <https://documents1.worldbank.org/curated/en/795521468769514004/pdf/multi0page.pdf>. Acesso em 10 ago. 2025.

¹² Ver: *International Convergence of Capital Measurement and Capital Standard*. Disponível em: <https://www.bis.org/publ/bcbs04a.pdf>. Acesso em: 13 set. 2025.

como a promoção do aumento da participação de instituições financeiras estrangeiras no SFN, como se verá em maior detalhe na seção 2.7.2 mais adiante.

A adesão ao receituário internacional tenderia aproximar o mercado brasileiro ao *modus operandi* dominante nos mercados financeiros mais desenvolvidos. A ideia, portanto, era a de que o investidor não residente encontrasse no Brasil um ambiente de negócios moderno e seguro, onde pudesse alocar parte de seu portfólio. “*Market friendly*”, como gostavam de repetir as lideranças – privadas e públicas – que atuaram na implementação das reformas.

Por fim, cabe repetir que o ensaio defende a ideia de que essas reformas podem ser consideradas exitosas, no sentido de promover a modernização dos mercados financeiros e de capitais domésticos, plugando-os ao Sistema Financeiro Internacional. Provocaram, entre outros efeitos, uma vigorosa expansão da liquidez nos mercados primário e secundário dos títulos e valores mobiliários emitidos no País e denominados na moeda doméstica.

Em contraposição, o ensaio também argumenta que as reformas fracassaram no objetivo de estruturar um ambiente financeiro propício ao financiamento do desenvolvimento econômico. Esta aparente contradição é debatida na conclusão do ensaio.

2.4 Metodologia

Este artigo adota o Método Qualitativo de Pesquisa. As reformas, que são analisadas ao longo do texto, foram implementadas através da publicação de Leis, Resoluções, Circulares, Exposições de Motivos, Decretos Presidenciais e Instruções Normativas, editadas pelos agentes públicos responsáveis pela reformulação das molduras legais e infralegais que moldaram a estrutura de funcionamento do Sistema Financeiro Nacional.

Assim, para cada uma das reformas analisadas no artigo, a pesquisa documental identificou os documentos legais que as formalizaram. Portanto, boa parte do material utilizado para descrevê-las e analisá-las foi obtido nos sites do Planalto, Banco Central, Tesouro Nacional, Ministério da Fazenda, CVM, entre outros agentes públicos. Alguns poucos artigos acadêmicos abordaram estas temáticas de forma integrada. A esse respeito, foi possível encontrar

contribuições de autores ligados à academia em questões específicas, como, por exemplo, o processo de liberalização do mercado de câmbio.

Estudos elaborados pela Associação Nacional das Instituições do Mercado Aberto (ANDIMA) também contribuíram para o entendimento do alcance das transformações ocorridas no SFN. Cada nova mudança significativa nas condições de mercado ou no marco regulatório ficou registrada em relatórios técnicos produzidos pelas equipes da associação, em parceria com entidades públicas ou com especialistas ligados à academia. Dois deles foram especialmente relevantes para fins deste artigo: Sistema Financeiro: uma análise a partir das Contas Nacionais/ 1990-1995, trabalho realizado em parceria com o Departamento de Contas Nacionais do IBGE, que estimou o impacto da abrupta redução nos níveis de inflação sobre o valor adicionado pelas instituições financeiras. Qualquer análise sobre a história recente do Sistema Financeiro Nacional precisa ter em conta o significativo encolhimento do valor adicionado pelo setor financeiro nos anos seguintes à edição do Plano Real, apurado e analisado neste estudo. Seus principais resultados são discutidos na seção 2.7.1.

Outro trabalho que merece registro é “Basileia III: Novos desafios para a adequação da regulação bancária”, publicado em 2013, coordenado pelo professor Fernando Cardim. Este estudo faz um histórico da implementação do Acordo no Brasil e analisa os principais desafios de sua nova versão, anunciada como uma resposta dos reguladores internacionais às fragilidades que se evidenciaram com a Crise de 2008.

Como mencionado anteriormente, as buscas com expressões-chaves tais como “transformações do sistema financeiro nacional no anos 90”, “reformas institucionais, legais e infralegais pós edição do Plano Real”, e “ projetos de micro reformas financeiras no Brasil”, realizadas inclusive com a ajuda da inteligência artificial desenvolvida pela Google, denominada *Gemini – Deep Research*, não identificaram projetos econômicos, planos de governo, programas de partido políticos ou mesmo estudos acadêmicos que consolidassem propostas articuladas de políticas públicas com foco nos mercados financeiro e de capitais no País.

Por outro lado, documentos publicados pelo Banco Central e pelo Tesouro Nacional não deixam qualquer dúvida quanto à importância do receituário internacional na construção e na

implementação da agenda de reformas. Comparar o processo de implementação das reformas financeiras adotadas no País, com as recomendações de padrões e de melhores práticas emanadas por instituições como o BIS, o FSB, o Banco Mundial e o FMI, confirma a hipótese de que a adesão ao receituário internacional foi o caminho escolhido pelas autoridades financeiras para tornar o mercado local amigável ao capital financeiro de não residentes. Assim, nos sites destas instituições, foram identificados os relatórios originais que nortearam as principais reformas regulatórias adotadas no País

A seção seguinte analisa as mudanças no marco institucional que, entre outros efeitos acabaram por fortalecer o papel do Banco Central na gestão das políticas financeiras, o que foi essencial para que a autoridade monetária tivesse capacidade decisória para conduzir o processo de transformação do SFN.

2.5 Mudanças institucionais e a governança das reformas

As mudanças no quadro institucional ocorridas nos anos subsequentes ao Plano Real resultaram em um fortalecimento do Banco Central, não somente quanto ao seu papel clássico de guardião do valor da moeda, mas também no que diz respeito às suas funções de regulador prudencial e de supervisor da solvência do sistema financeiro nacional.

O passo mais evidente deste processo foi a alteração da composição do Conselho Monetário Nacional (CMN), instituída pela Lei nº 9.069/95, que criou o Plano Real e que eliminou a participação de representantes da iniciativa privada neste fórum. Entre 1993 e 1994 tinham assento no CMN nove empresários, entre eles, o presidente da Febraban, Alcides Tápias, Paulo Cunha (Grupo Ultra) e Arthur Sendas (Grupo Sendas), estes dois últimos representando, respectivamente, a indústria e o comércio.

Com a edição da Lei 9.069/95, apenas o presidente do Banco Central e os ministros da Fazenda e do Planejamento passaram a ter acento neste fórum. Tal mudança, além de assegurar maior agilidade nos processos decisórios envolvendo a gestão das políticas monetária, fiscal e creditícia, representou um reforço significativo no papel do Banco Central e do Ministério da Fazenda como principais administradores da política econômica.

Entre julho de 1994 e dezembro de 1995, o CMN editou 154 resoluções que reconfiguraram o mercado financeiro brasileiro. O Anexo 1 traz uma relação das principais medidas que alteraram o quadro institucional e que tiveram um papel fundamental no redesenho do Sistema Financeiro Nacional, nos dois primeiros anos após a edição do Plano Real.

Outro destaque foi a criação do Conselho da Moeda e do Crédito (COMOC) e do Comitê de Fiscalização e Regulação dos Mercados Financeiro, de Capitais, de Seguros, de Previdência e de Capitalização (COREMEC). Estes dois fóruns foram constituídos com o objetivo de harmonizar as ações entre o Ministério da Fazenda, Banco Central, Tesouro Nacional e Comissão de Valores Mobiliários, bem como fixar diretrizes comuns para os responsáveis pela regulação e supervisão dos principais participantes do mercado financeiro e de capitais (Bancos, Corretoras, Distribuidoras, Sociedade de Crédito Financiamento e Investimento, Infraestruturas de Mercado, Emissores de Títulos e Valores Mobiliários, Gestores de Portfólio, Fundos de Pensão e Seguradoras, entre outros).

O COMOC foi criado em 1994 pela Lei do Plano Real, e sua principal atribuição é analisar e instruir os assuntos que serão deliberados pelo CMN, garantindo fundamentação técnica nas políticas monetárias, regulatórias, de crédito e cambiais. Já o COREMEC, foi instituído em 2006. Compõem este fórum, o Banco Central do Brasil, a CVM, a Susep e a Previc.¹³ A secretária executiva destas duas instâncias e do CMN é exercida pelo Banco Central, que responde também pela presidência do COMOC.

A criação do COREMEC tornou tangível a preocupação das autoridades econômicas de que a atuação dessas entidades pudesse criar áreas cinzentas no interior do arcabouço institucional. Assim, a principal missão do Comitê é evitar que divergências acerca dos perímetros de atuação de cada uma das entidades possibilitem algum tipo de superposição de competências ou vácuos legais onde prosperem estratégias de arbitragem regulatória.

Esta é, a rigor, uma preocupação permanente dos gestores das políticas públicas em relação ao mercado financeiro. Os ensaios II e III dessa tese discutem as tensões institucionais

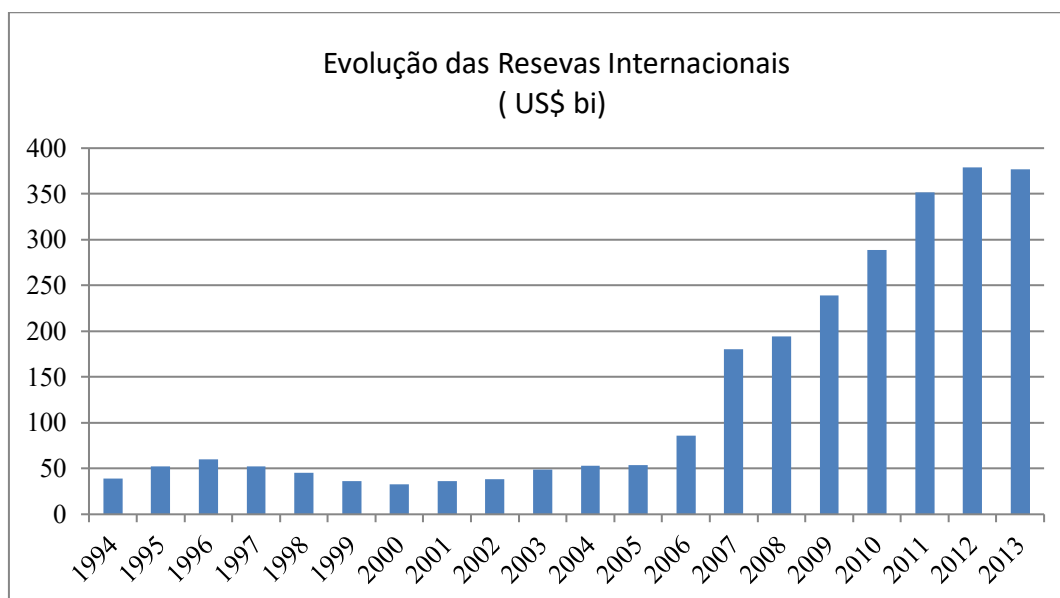
¹³ Decreto nº 5.685 da Presidência da República de 26/01/2006. Compõem este fórum, O Banco Central do Brasil, a CVM a Susep e a Previc.

existentes nas relações entre o Banco Central do Brasil e o CADE e entre a Autoridade Monetária e a CVM.

Ainda no que se refere ao processo de construção da modelagem institucional que viabilizou a implementação da agenda de reformas, a pesquisa documental revelou que o Banco Mundial, o FMI, o BIS e a IOSCO tiveram papel fundamental não apenas como formuladores de recomendações e dos princípios gerais, mas também aportando recursos financeiros ou treinando as equipes que, posteriormente, seriam as protagonistas dos processos de reforma.

É necessário também afirmar que a cronologia e a velocidade com que as reformas foram executadas se beneficiaram da melhoria do quadro macroeconômico entre 2003 e 2007, associada ao chamado período de moderação da economia internacional. O bom desempenho das contas do Balanço de Pagamentos nos anos 2000 criou um ambiente propício à implementação da agenda de reformas, além de ter influenciado decisivamente na capacidade da economia brasileira em resistir ao choque externo de 2008, sobretudo em função da acumulação de um volume significativo de reservas internacionais a partir de 2005 (ver gráfico 3).

Gráfico 3 – Evolução das Reservas Internacionais (US\$ bi)



Fonte Banco Central do Brasil. Elaborado pelo autor.

O processo de acúmulo de reservas internacionais, a partir da segunda metade dos anos 2000, está diretamente relacionado ao aumento da presença dos estrangeiros no mercado

financeiro brasileiro, já como reflexo das transformações ocorridas no Sistema Financeiro Nacional. Entre 2006 e 2010, segundo o Banco Central, o saldo acumulado dos Investimentos Estrangeiros em Carteira alcançou cerca de US\$ 124 bilhões. Neste mesmo período, o estoque de reservas saltou de aproximadamente US\$ 86 bilhões, para algo próximo a US\$ 289 bilhões, ou seja, acréscimo de US\$ 203 bilhões.

Nesse ponto, uma importante consideração se faz necessária, em relação à capacidade do sistema financeiro nacional de atrair volumes maciços de capital estrangeiro. Taxas de juros entre as mais elevadas do mundo são parte importante na trajetória destes fluxos em direção ao Brasil. Mas é possível notar que, mesmo em períodos em que as taxas de juros estiveram baixas para os padrões brasileiros, os fluxos de recursos para o mercado financeiro doméstico continuaram significativos. Entre julho de 2017 e fevereiro de 2019, a Taxa Selic permaneceu abaixo de um dígito. Por doze meses ficou estacionada em 6,5%. Já o estoque de ativos de titularidade de investidores estrangeiros no Brasil cresceu cerca de 8%, em dólares, entre 2016 e 2018.

A relação entre a trajetória das taxas de juros no Brasil e os fluxos direcionados ao mercado financeiro local não será debatida em nenhum trecho desta tese. O diferencial entre as taxas praticadas no país e no restante do mundo é a principal variável a explicar os fluxos de capital financeiro estrangeiro para o mercado brasileiro. Entretanto, o que a tese defende é a ideia de que o aprimoramento do ambiente institucional, do marco regulatório e da segurança operacional foram pré-requisitos para que os não residentes decidissem alocar parte de seus portfólios no Brasil. Estas transformações aproximaram o mercado nacional às melhores práticas adotadas nas principais praças financeiras do mundo, em uma trilha orientada pelo receituário internacional.

Tendo como pano de fundo o cenário descrito até esse ponto, a seção seguinte traz uma revisão da literatura que debate os contornos da regulação econômica aplicada ao setor financeiro, em especial do aparato regulatório voltado para assegurar a higidez de seus integrantes, esta que é uma das principais missões dos banqueiros centrais mundo a fora.

2.6 Revisão da literatura acadêmica

O que há de específico na atividade desenvolvida pelas instituições financeiras a exigir o desenvolvimento de uma arquitetura regulatória tão distinta em relação aos modelos aplicáveis às demais atividades econômicas? Que diferenças são essas? A revisão da literatura econômica realizada para fins deste ensaio – e para a tese como um todo - buscou encontrar a resposta a estas duas perguntas, em autores que se debruçaram nesta temática específica.

Como é comum em quase todos os debates na teoria econômica, é possível identificar duas escolas de pensamento teórico que divergem tanto no diagnóstico dos motivos pelos quais a regulação econômica se faz necessária, quanto como ela deve ser estruturada. De um lado, os defensores da ideia de que a atuação do Estado deve se limitar a combater as Falhas de Mercado, que impedem que as decisões individuais dos agentes econômicos promovam a maximização do bem-estar da sociedade. Nesta escola, a regulação excessiva distorce os processos decisórios das unidades econômicas, afastando o sistema de uma situação de equilíbrio em que a combinação dos fatores de produção é aquela que maximiza os níveis de satisfação de todos os agentes produtivos.

Assim, por exemplo, para combater o problema da Assimetria de Informações, um dos objetivos da regulação deve ser o de aumentar a transparência das informações acerca da saúde financeira dos agentes regulados pelos Bancos Centrais. Com isso, os consumidores de produtos financeiros podem avaliar a solvência dessas instituições, evitando transações com contrapartes excessivamente alavancadas. Maior transparência sobre suas estruturas de capital, níveis de liquidez e de exposição a riscos, padrões de governança, entre outros indicadores, exigiriam um comportamento menos arriscado das instituições financeiras.

Está é a lógica que está por detrás das recomendações contidas no Pilar III, da primeira revisão por que passou o Acordo de Basileia, em 2004 – conhecido na literatura como Basileia II.¹⁴ O documento do BIS, que detalha este processo de revisão, sugere que iniciativa (BCBS, 2004, p. 187):

[...] visa fomentar a disciplina de mercado por meio do estabelecimento de requisitos de divulgação que permitam aos agentes econômicos avaliar informações fundamentais relativas ao escopo de aplicação, base de capital, exposições a risco e

¹⁴ Disponível em: <https://www.bis.org/bcbs/history.htm>. Acesso em 12 nov. 2025.

processos de mensuração, subsidiando, assim, a análise da adequação de capital da instituição.

À esta visão, que atribui à regulação o papel exclusivo de combater as Falhas de Mercado se contrapõem os autores que entendem que as firmas tendem naturalmente a adotar decisões crescentemente arriscadas, em especial nas fases ascendentes dos ciclos econômicos. Estas decisões podem estar sujeitas a riscos que não são passíveis de mensuração probabilística, em relação a ocorrência de um evento futuro adverso. Nesta linha de interpretação, o otimismo que toma conta da conjuntura afeta favoravelmente a estratégia dos agentes econômicos de expandirem seus negócios, que paulatinamente vão flexibilizando os mecanismos de controle e as salvaguardas na administração de seus balanços.

Os bancos têm um papel fundamental neste processo já que são eles que vão expandir a capacidade de gastos das famílias e de investimentos dos empresários, criando poder de compra novo (Schumpeter, 1934). Neste processo as instituições financeiras também passam a reduzir seus “sarrafos” de risco, aceitando em seus balanços operações com níveis de garantias cada vez menores. A Hipótese da Instabilidade Financeira desenvolvida pelo economista Hyman Minsky (2008) e discutida em detalhes no ensaio III dessa tese, sugere que este maior apetite por riscos é particularmente inerente à atividade bancária. Ao analisar o comportamento dos bancos americanos (Minsky, 1994, p. 8) o autor aponta que estas instituições estão entre as mais dinâmicas da economia americana. A seu ver, a propensão a inovar em busca de lucros extraordinários exige que a estrutura regulatória seja revista de tempos em tempos.

Assim, neste mundo que combina decisões com elevados níveis de incertezas e modelos de negócios que tendem a aumentar a exposição aos riscos, cabe aos reguladores prudenciais estabelecerem limites à atuação das firmas bancárias – em particular àquelas que sejam sistemicamente importantes – de tal forma a mitigar a possibilidade de que cheguem à insolvência.

A quebra de uma instituição de grande porte, que tenha elevado nível de interconectividade com outras instituições e que opere em diversas jurisdições, pode desencadear uma crise que arraste consigo suas contrapartes. Em situações mais graves, a instabilidade pode atingir participantes do mercado que sequer tinham negócios com a instituição insolvente.

Isto porque transações financeiras são um conjunto de obrigações e direitos encadeados entre si. A saída de recursos da conta de um participante corresponde, necessariamente, a uma entrada na conta de outro. A frustação destes fluxos tem o poder de paralisar os sistemas financeiros, com reflexos potenciais sobre a economia real. Normas macroprudenciais têm o objetivo de evitar que esse tipo de contágio ocorra.

Ambientes que oferecem mecanismos de liquidação robustos também ajudam a mitigar o risco de que uma transação não seja honrada por um participante que esteja sofrendo um problema temporário de falta de liquidez, ou mesmo que não seja mais capaz de liquidar suas obrigações. A reforma do Sistema de Pagamentos Brasileiro, iniciada em 2002, introduziu no mercado brasileiro procedimentos de registro, negociação e liquidação de contratos e ativos financeiros que ofereceram essas salvaguardas. A seção 2.7.5 adiante analisa os princípios que nortearam essa reforma.

Convém ressaltar que esta tese se alinha aos autores que, pelos motivos mencionados acima, defendem a ideia de que a regulação financeira precisa ser dinâmica. Isto significa dizer que ela deve ser capaz de impor limites que mitiguem a exposição aos riscos que já estão no radar dos supervisores e que, ao mesmo tempo, deve contar com instrumentos apropriados para identificar aqueles que ainda não estão totalmente aparentes - *“Ahead of the curve”*, como são tratados os riscos emergentes pelas entidades transnacionais de regulação e de supervisão.

Assim, os bancos centrais mundo afora têm, entre suas principais missões, assegurar a estabilidade dos sistemas financeiros locais. Este objetivo, inclusive, lhes concede a competência de editar regramentos que vão de encontro às políticas de estímulo à concorrência. Esse é o caso, por exemplo, da imposição de níveis elevados de capital mínimo de entrada e de regras de governança que aumentam os custos operacionais e que, por isso, reduzem a possibilidade do surgimento de novos entrantes, capazes de pressionar o poder de mercado dos incumbentes. As reformas que serão analisadas adiante aumentaram a segurança dos mercados locais, mas também ajudam a explicar o alto nível de concentração bancária que caracteriza o mercado financeiro brasileiro.

A seção 2.7 a seguir analisa as mudanças no marco institucional que redesenharam a governança do processo decisório em relação às políticas microfinanceiras. Também defende

a ideia de que o acúmulo de reservas internacionais, a partir da segunda metade dos anos 2000, resulta do aumento da presença dos estrangeiros no mercado financeiro brasileiro o que, por sua vez, está amparado nas transformações ocorridas no Sistema Financeiro Nacional.

2.7 As transformações que mudaram o perfil do SFN

2.7.1 O fim das receitas inflacionárias

Vários fatores são essenciais para se entender o quadro de transformação por que passou o SFN, no período analisado. Um deles merece ser inicialmente destacado: a eliminação dos ganhos de floating, após a abrupta interrupção da espiral de preços, resultado da edição do Plano Real, em junho de 1994.

Estudo produzido pelo Departamento de Contas Nacionais do IBGE, em parceria com a ANDIMA, apontou que as receitas inflacionárias chegaram a representar quase 40% dos resultados das instituições bancárias nos primeiros quatro anos da década de 90. A análise da tabela 2, apresentada adiante, não deixa dúvidas quanto à existência de uma estreita correlação entre o desempenho das instituições financeiras e a evolução dos níveis de preço na primeira metade dos anos 90.

Assim, enquanto em 1993 a participação das instituições financeiras no PIB alcançava 15,6%, dois anos depois este percentual havia se reduzido para 6,9%. A participação de 15,6% colocava o Brasil no topo do *ranking* de uma amostra com informações de 17 países selecionados. Em nações como Estados Unidos, Alemanha, França, Reino Unido e Holanda este percentual não superava o teto de 6%, no início dos anos 90.

Parte significativa da redução no valor adicionado pelo setor financeiro no imediato pós-plano se explica tão somente pelo fim da apropriação, pelas instituições bancárias da parcela dos saldos não remunerados dos depósitos à vista e de valores recebidos de impostos e contribuições (as chamadas receitas de *floating*). Esses montantes, que rendiam ao menos a correção monetária, inflavam artificialmente os resultados dos bancos, já que não estavam associados a nenhuma das atividades que são típicas destes agentes, como a intermediação financeira e a administração de recursos de terceiros.

A eliminação do ganho de *floating* deixou evidente que o modelo de negócios de um número significativo de instituições não era compatível com níveis de preços mais estáveis. Assim, em muito pouco tempo, ocorre um declínio expressivo do número de participantes no SFN. Em dezembro de 1994, havia 246 bancos comerciais e múltiplos em operação no Brasil. Seis anos depois, este número havia se reduzido para 187.

Tabela 2 - Participação das Instituições Financeiras no PIB (em%)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Instituições Bancárias	11,4	8,77	10,11	12,54	10,43	6,24
Outras Instituições	1,38	1,76	2,02	3,07	1,94	0,7
Total	12,78	10,53	12,13	15,61	12,37	6,94
Receitas Inflacionárias	4,00	3,90	4,00	4,20	2,00	0,00
Deflator Implícito do PIB (%)	2.596	421	988	2.087	2.312	75

Fonte: DECNA/IBGE. Elaborado pelo autor.

O impacto foi também muito significativo para as instituições não bancárias, cuja viabilidade operacional dependia essencialmente das operações de intermediação de títulos públicos. Na medida em que os spreads destas operações foram se tornando cada vez menores, um número significativo de corretoras e distribuidoras tornaram-se economicamente inviáveis. Assim, quase metade dessas instituições havia desaparecido entre 1994 e o ano de 2000.

Portanto, nos primeiros anos após a edição do Plano Real, o perfil do setor financeiro alterou-se profundamente, pelo simples “desaparecimento” de dezenas de instituições que encerraram seus negócios, foram liquidadas pelo Banco Central do Brasil, fundidas ou adquiridas por outros participantes.

Tabela 3 - Encolhimento do Sistema Financeiro Pós Plano Real

Instituições Financeiras em Operação							
Anos	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Bancos Comerciais	36	37	40	38	30	24	26
Bancos Múltiplos	210	205	191	179	173	170	164
Corretoras	280	271	255	237	228	194	192
Distribuidoras	367	323	281	235	207	186	169
Total	893	836	767	689	638	574	551

Fonte: Banco Central. Elaborado pelo autor.

2.7.2 PROER, PROES e o ingresso dos bancos estrangeiros no Brasil

Em 1995, o Governo editou o PROER – Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional e o PROES - Programa de Incentivo à Redução do Setor Público Estadual na Atividade Bancária que, em comum, tinham por objetivo evitar que os desequilíbrios apresentados por instituições financeiras de vários portes se transformassem em corridas bancárias ou desencadeassem crises sistêmicas.

O PROER consistiu em uma série de iniciativas destinadas a promover a reorganização administrativa, operacional e societária de instituições que estivessem passando por dificuldades financeiras graves. Estas instituições problemáticas eram cindidas em duas: o “banco bom”, composto pelos ativos e passivos de boa qualidade e cujo controle era transferido para outra instituição saudável e o “banco ruim”, com os ativos de qualidade duvidosa e os passivos constituídos junto ao próprio BC, aos respectivos funcionários, e ao setor público em geral.

O “banco ruim” era liquidado pelo Banco Central e um administrador era nomeado para gerir o descasamento entre passivos e ativos da parte liquidada. Para os antigos sócios as consequências eram a decretação da imediata indisponibilidade de seus bens e o total afastamento dos envolvidos em qualquer atividade relacionada ao mercado financeiro.

Já para o “banco bom”, o programa incluía uma série de medidas que visavam facilitar o processo de saneamento da instituição a ser vendida e a transferência de seu controle acionário para uma instituição doméstica ou estrangeira. Dentre elas vale mencionar: linhas especiais de assistência financeira; permissão para o diferimento das perdas e dos gastos com a reestruturação; garantia pelo Fundo Garantidor de Créditos - FGC dos depósitos no valor de até R\$ 20 mil, entre outras.

Nas situações em que a instituição compradora era um banco estrangeiro, existia uma restrição à entrada ou aumento da participação de instituições estrangeiras no SFN, disposta no artigo 52 do Ato das Disposições Transitórias da Constituição Federal. Nesses casos, a alternativa encontrada para eliminar essa barreira foi a publicação de um decreto considerando a aquisição essencial para o bom funcionamento do sistema financeiro local e, portanto, “de interesse do governo brasileiro”. Esta prerrogativa estava prevista no próprio

artigo 52 já mencionado, e foi utilizada até 2019. No ato da aquisição, o Governo fixava ainda um “pedágio” cujo valor tinha como objetivo reembolsar os custos públicos relacionados ao processo de reestruturação.

Ao amparo destes decretos, grandes conglomerados internacionais ingressaram no País, como foram os casos do Santander, do HSBC, do ABN Amro e do BBVA que adquiriram respectivamente, o Banespa, o Bamerindus, o Banco Real e o Banco Excel / Econômico. Em todos esses casos, a intervenção do Banco Central tinha, em princípio, o objetivo de proteger os depositantes e salvaguardar o sistema de pagamentos, evitando a ocorrência de contágio para as demais instituições saudáveis que levasse à paralização do funcionamento do sistema financeiro.

O PROES tinha, em sua essência, os mesmos objetivos do PROER, ou seja, proteger os depositantes dos bancos públicos e evitar que a insolvência destas instituições pudesse gerar algum tipo de crise sistêmica pela perda de confiança dos depositantes ou pelo colapso, mesmo que temporário, dos sistemas de pagamentos.

A principal diferença entre os dois programas consistia no fato de que o PROES estava inserido em um esforço de reordenamento das contas públicas de estados e municípios, cujos instrumentos de controle mais efetivos foram a Lei de Responsabilidade Fiscal e o processo de reestruturação das dívidas desses entes supranacionais. Nesse contexto, o diagnóstico que prevaleceu à época era o de que qualquer esforço de equilíbrio das contas públicas ficaria incompleto se não fosse acompanhado pela eliminação da possibilidade de os governos estaduais financiarem suas despesas através da emissão de títulos públicos ou pela realização de operações de crédito junto aos seus próprios bancos.

Quadro 2 – Principais operações realizadas no âmbito do Proer

Instituição	Comprador	Data
Banco Nacional	Unibanco	Novembro/95
Banco Econômico	Banco Excel	Abril/96
Banco Mercantil	Banco Rural	Maior/96
Banco Banorte	Banco Bandeirantes	Junho/96
Banco Martinelli	Banco Pontual	Agosto/96

Banco United	Banco Antonio Queiroz	Agosto/96
Banco Bamerindus	HSBC	Abril/97

Fonte: Banco Central do Brasil. Elaborado pelo autor

Quadro 3 – Principais operações realizadas no âmbito do Proes

Instituição	Comprador	Data
Banerj	Itaú	Junho/97
Credireal	BCN	Agosto/97
Meridional	Bozano, Simonsen	Dezembro/97
Bemge	Itaú	Setembro/98
Bandepe	ABN Amro	Novembro/98
Baneb	Bradesco	Junho/99
Banestado	Itaú	Outubro/00
Banespa	Santander	Novembro/00

Fonte: Banco Central do Brasil. Elaborado pelo autor.

A sistemática de aprovação pelo Executivo foi alterada em 2019, pelo Decreto Presidencial nº 10.029, que passou ao Banco Central do Brasil a atribuição de reconhecer como de interesse do Governo Brasileiro o ingresso de instituições financeiras estrangeiras ou mesmo o aumento do percentual de participação, no capital de instituições financeiras com sede no País, de pessoas físicas ou jurídicas residentes ou domiciliadas no exterior.

2.7.3 A implementação do Acordo de Basileia

Outro vetor importante de transformação do Sistema Financeiro Nacional foi a adesão do Brasil aos princípios gerais do Acordo de Basileia, a partir de 1994, cujo documento original havia sido divulgado em 1988, pelo BIS. O Acordo, de adesão voluntária, tinha como um de seus objetivos iniciais propor um conjunto de princípios que reduzissem as assimetrias regulatórias entre as diversas jurisdições. À época, a maior pressão pela convergência provinha do sistema bancário americano, já que este era o único em que as regras já previam a constituição de um capital mínimo que fosse proporcional aos riscos carregados pelos bancos

locais em seus balanços. Na medida em que as firmas bancárias se internacionalizavam foi ficando evidente aos reguladores a necessidade da fixação de princípios supranacionais que reduzissem os estímulos para que elas concentrassem suas operações nas praças com maiores descontos regulatórios.

No Brasil, a adesão ao Acordo se concretizou a partir da edição da Resolução BCB nº 2.099/94, do Conselho Monetário Nacional. Duas medidas foram fundamentais na partida: o aumento do limite mínimo de capital para o funcionamento das instituições financeiras e demais autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil e a exigência de um Patrimônio Líquido (PL) proporcional ao risco ponderado das carteiras de ativos dos bancos (APR). A relação PL/APR não poderia ser inferior a 11%.

Na prática, a primeira medida significou um aumento de mais 60% do capital mínimo para a abertura ou funcionamento dos bancos comerciais ou múltiplos com carteira comercial. Para os bancos de investimento este acréscimo foi de 37%. Esta exigência fez com que várias instituições bancárias de menor porte encerrassem voluntariamente suas operações ou mudassem de segmento de atuação.

Já a obrigação de manter uma relação proporcional entre os riscos das carteiras e o patrimônio líquido se iniciou com a apuração do risco de crédito, a partir de um modelo padrão que fixava os percentuais de risco de cada posição ativa, dependendo do tipo da operação e de sua contraparte. Assim, por exemplo, uma carteira de títulos públicos federais era considerada como tendo risco nulo, ou seja, não gerava nenhum impacto nos volumes de capital exigidos pela norma. Neste exemplo, está explícita a hipótese de que o Tesouro Nacional sempre vai honrar a totalidade de seus papéis no momento do vencimento. Portanto, o banco não precisaria apartar uma fatia de seu capital para enfrentar o risco de frustração deste direito.

Já se a instituição carregasse um título emitido por agente privado, o valor do capital a ser apartado dependeria do tipo do ativo adquirido pela instituição e do perfil de seu emissor. Os percentuais fixados na tabela que compunha o modelo simplificado foram atribuídos de forma discricionária pelo Banco Central.

Já no tocante ao cálculo do Patrimônio Líquido, a fórmula foi sendo ampliada nos anos subsequentes. Em 1996, o BIS divulgou a chamada Emenda de Mercado que passou a exigir

níveis de patrimônio compatíveis com o risco de variação de preços nos ativos indexados a juros e a câmbio, nas ações e nas commodities.

O Acordo sofreu ainda duas atualizações estruturais. Em 2004, o passou a exigir adicionais de capital para os riscos de mercado já contemplados na Emenda de 1996, e que cobrissem os chamados riscos operacionais – recomendações inseridas no Pilar I. Essas novas regras – conhecidas como Basileia II - também incorporaram recomendações para os supervisores, no tocante à fiscalização das estruturas de governança das instituições reguladas (Pilar II), além de exigirem maior transparência de informações relacionadas à saúde financeira desses agentes (Pilar III).

A terceira versão deste receituário foi divulgada em 2010, dois anos depois da eclosão da Grande Crise Financeira. O novo pacote de medidas reforçou as quantidades e a qualidade do capital regulatório e adicionou novos requerimentos como índices de liquidez, capital contracíclico e limites de alavancagem. Na prática, Basileia III reforçou a estratégia das versões anteriores ao exigir uma ampliação da qualidade e da quantidade de capital das instituições reguladas, como forma mitigar o risco de que sejam incapazes de honrar seus compromissos, em situações de estresse financeiro.

No Brasil, as novas versões do Acordo foram sendo implementadas paulatinamente. O aparato regulatório atualmente em vigor é totalmente aderente às exigências de Basileia II, inclusive nos pilares que determinam a existência de sistemas e mecanismos de controle dos riscos.

Já a adequação à Basileia III não está completa no Brasil, nem em qualquer praça financeira relevante. Na verdade, reguladores de diversas jurisdições estão revisando o cronograma de implementação dessas inovações, o que pode ser entendido com um aumento das pressões contra a plena implementação das novas exigibilidades. Este fenômeno é chamado de pêndulo regulatório na literatura econômica. Crises financeiras geralmente levam a um endurecimento das normas, com o intuito de corrigir as lacunas do aparato existente anteriormente. A medida em que a crise vai ficando para trás, aumentam as pressões para que as regras sejam afrouxadas. Críticos das recomendações de Basileia III sugerem, inclusive, que a capacidade dos bancos de atuarem como provedores de liquidez ficou bastante comprometida, em função do aumento nos custos de observância introduzidos nas atualizações do Acordo. No caso brasileiro, este debate ainda não teve repercussões importantes. O calendário de adesão à

Basileia III ainda não está completo, mas o cronograma divulgado anteriormente não foi alterado até então, exceto em durante a crise da Covid 19¹⁵.

A seção a seguir discute outra reforma que provocou mudanças substantivas no funcionamento do Sistema Financeiro Nacional.

2.7.4 A reestruturação da dívida pública mobiliária federal interna

Outro passo importante no processo de reorganização do SFN foi a divulgação pelo Tesouro Nacional, em conjunto com o Banco Central do Brasil, de políticas públicas e medidas legais voltadas a ampliar a liquidez dos mercados primário e secundário dos títulos da Dívida Pública Mobiliária Federal Interna – (DPMFi). Em dezembro de 1999, 21 medidas foram anunciadas no âmbito desta parceria tendo como um de seus principais objetivos, o intuito de concentrar a liquidez em títulos com datas de vencimento fixas, o que contribuiria para formação de um curvas de juros doméstica, baseada a evolução dos preços desses papéis. Combinados a outros avanços, essas inovações poderiam ampliar os instrumentos e informações à disposição do Tesouro, para a gestão da dívida interna, e do Banco Central, para a condução da política monetária.

O sucesso destas iniciativas foi primordial para o desenvolvimento do mercado financeiro local nos anos subsequentes. Isto porque o aumento da liquidez resultante da implementação das 21 medidas permitiu a criação de uma estrutura a termo de taxas de juros, apoiada em vértices que coincidiam com as datas de liquidação dos títulos componentes da Dívida Interna.

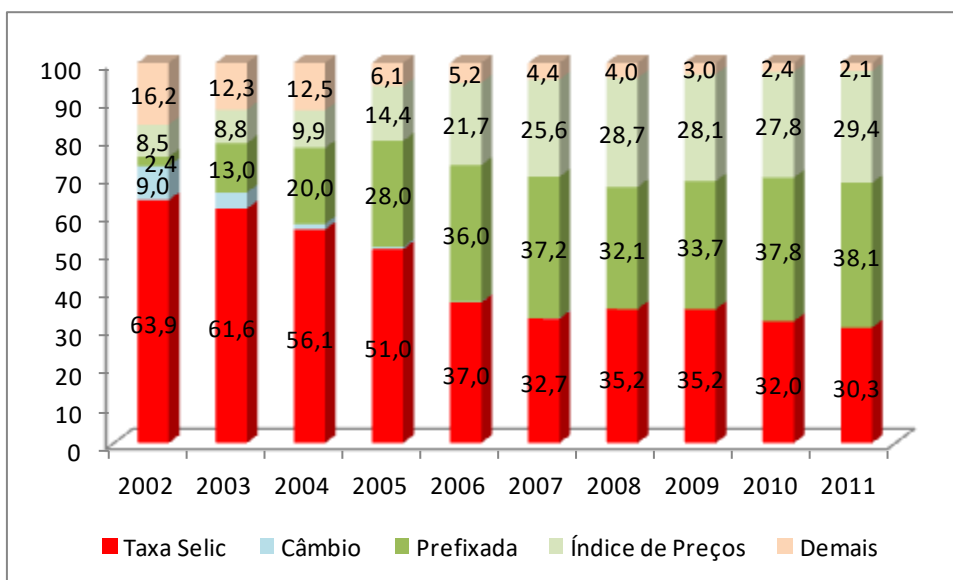
Entre outros efeitos benéficos, a formação de uma curva de juros soberana abriu a porta para o desenvolvimento de um mercado de ofertas de instrumentos de dívida corporativa, na medida em que estabeleceu uma referência para os custos de captação dos agentes privados.

Dois efeitos importantes das 21 medidas podem ser observados no Gráfico 4. O primeiro deles é a eliminação definitiva da parcela sujeita à variação da taxa de câmbio, ocorrida entre

¹⁵ Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/detalhenoticia/20653/nota> . Acesso em 13 ago. 2026.

2002 e 2005 e a redução da participação dos títulos sujeitos à taxa Selic, de 63,9% em 2002, para 30,3% em 2011.

Gráfico 4 - Dívida Pública Interna: Evolução por tipo de Indexador



Fonte: Tesouro Nacional. Elaboração do autor.

A melhoria do perfil também veio acompanhada de uma expansão na proporção dos títulos pré-fixados e dos indexados ao nível de preços. Essas mudanças ocorreram de forma muito rápida entre 2002 e 2006, como se pode observar acima. O aumento do prazo médio do estoque da dívida e a redução da sensibilidade deste agregado a movimentos abruptos nas taxas de juros e no câmbio são avanços que aumentaram os graus de liberdade do Tesouro no manejo da dívida, nos anos posteriores

As 21 medidas – listadas no anexo – previam um rol de iniciativas que incluíam desde a diminuição do número de vencimentos em mercado, criação de vértices fixos e o aumento da parcela prefixada, até alteração de procedimentos operacionais – como o registro de operações a termo no Sistema Selic, alternativa inexistente até então.

Pretendia-se também aumentar o acesso a informações relevantes aos investidores de forma a dar previsibilidade à trajetória da dívida pública, seguindo com isso recomendações internacionais que sugeriam a existência de uma estreita relação entre transparência e liquidez nos mercados de dívida ¹⁶.

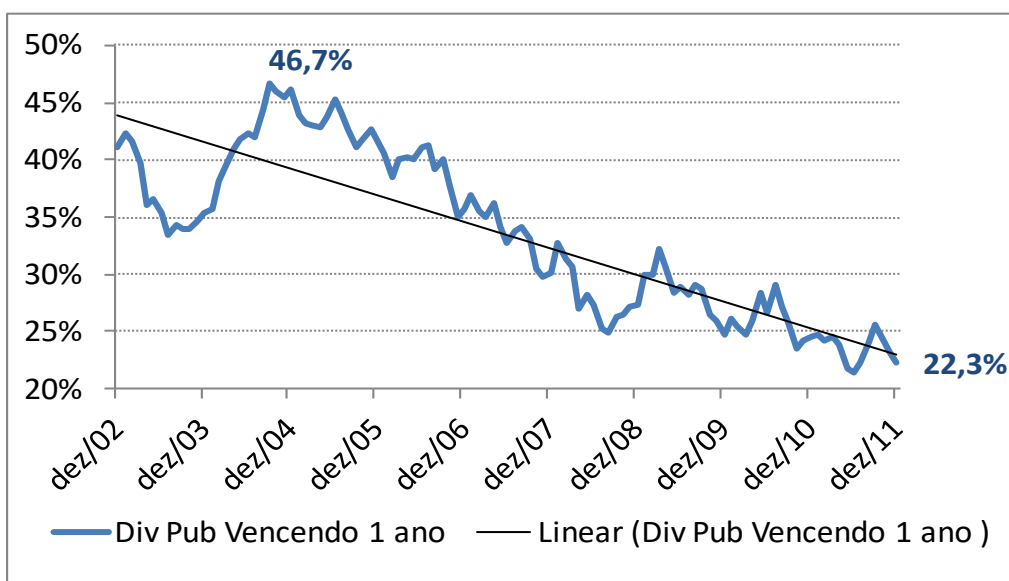
¹⁶ Ver **Knight (2006)**. Disponível em: <https://www.bis.org/speeches/sp060525.pdf>. Acesso em 14 jan. 2026.

Em conformidade com este compromisso, o Tesouro passou a divulgar um cronograma de emissões para o mês subsequente, além de ter criado uma publicação de periodicidade mensal com informações sobre liquidez, preços, volumes etc., chamada Informativo Mensal do Tesouro. Esta publicação foi descontinuada e substituída pelo Relatório Mensal da Dívida.

Boa parte das 21 medidas anunciadas em 1999 foi efetivada ao longo dos anos 2000, à medida que as conjunturas doméstica e externa assim permitiram. Os efeitos dessas iniciativas são evidentes e podem ser aferidos, observando-se a evolução de dois indicadores apresentados nos gráficos 5 e 6 adiante.

O primeiro é o estoque a vencer em doze meses que, em novembro de 2004, representava 46,7% dos títulos públicos em mercado. Em dezembro de 2011, havia se reduzido para 22,3%. Esta trajetória diminuiu a pressão sobre o Tesouro Nacional, na medida em que torna mais favoráveis as condições de negociação nos leilões destinados à rolagem dos estoques. (Gráfico 5).

Gráfico 5 - Dívida Mobiliária Federal: Estoque vencendo em até um ano (em %)

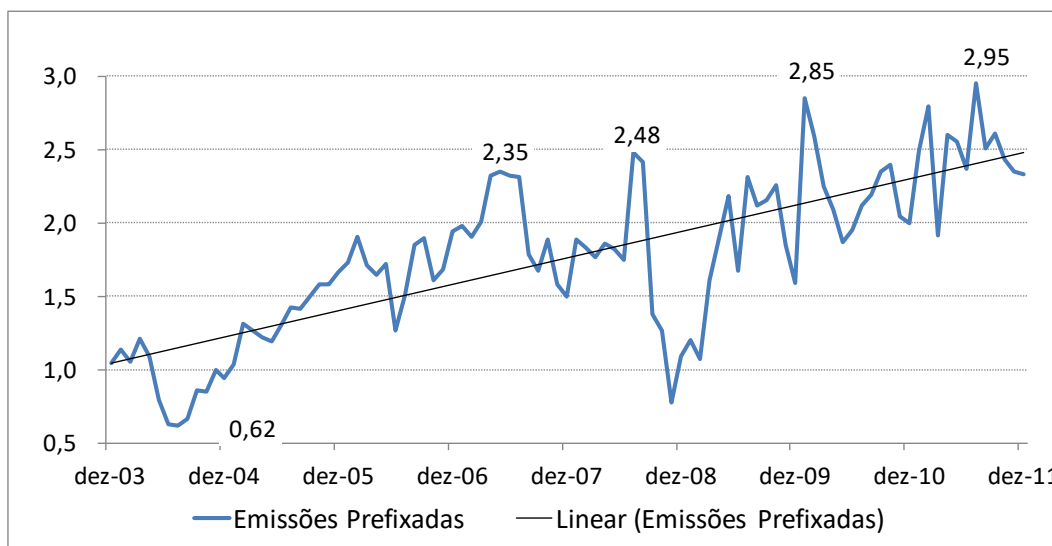


Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional. Elaboração do autor

Da mesma forma, outro indicador que evidencia a melhoria no perfil da dívida é o prazo médio das emissões prefixadas, que aumentou de 0,62 ano, em julho de 2004, para 2,95 anos em igual mês de 2011. A expansão da parcela prefixada no estoque e de seu prazo médio

aumentou dá maior estabilidade aos desembolsos do Tesouro, o amplia sua flexibilidade na definição de estratégias de gestão de caixa.

Gráfico 6 - Dívida Mobiliária Federal: prazo médio das emissões prefixadas (em anos)



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional. Elaboração do autor.

Além disso, o número total de vencimentos entre 2002 e 2006 caiu de 197 para 52. A decisão de concentrar as emissões em vértices fixos, com a menor frequência dos leilões de oferta pública, reduziu a dispersão dos negócios realizados nos mercados secundários. Lotes maiores e coincidentes com datas de vencimento dos contratos futuros negociados na BM&F concentraram a liquidez nestes vértices, melhorando o processo de precificação destes títulos.

Note-se que este processo de melhora no perfil da dívida estava em curso quando a crise de 2008 eclodiu, o que provocou um retrocesso passageiro em seu perfil. Ao final daquele ano, a parcela indexada à taxa Selic havia crescido três pontos percentuais em relação ao ano anterior. No mês de novembro desse mesmo ano, o Tesouro só conseguiu leiloar papéis prefixados com vencimentos inferiores a 12 meses.

O aumento da aversão ao risco típica de situações como esta levou os investidores a concentrarem sua preferência por ativos de menor duração e que lhes oferecessem *hedge* contra possíveis variações abruptas nas taxas de juros e de câmbio.

Ao mesmo tempo, havia a pressão da rolagem de parcelas muito expressivas de dívida vincenda em horizontes de prazo ainda curtos. Assim, a inexistência de folga no campo fiscal

e as pressões inflacionárias retiravam do Tesouro graus de liberdade para levar adiante um processo de negociação mais favorável com os demandantes ou mesmo realizar o resgate líquido de seus papéis, monetizando parte da dívida.

Por fim, cabe registrar que as mudanças ocorridas no processo de gestão da dívida mobiliária pública foram precedidas por alterações relevantes na organização funcional do Tesouro e na divisão de atribuições entre esta instituição e o Banco Central do Brasil.

Neste último caso, deve-se destacar a edição da Lei de Responsabilidade Fiscal, que proibiu a emissão de títulos pelo Banco Central do Brasil. A partir de 2002, as operações de gestão de liquidez conduzidas pela Autoridade Monetária passaram a ser feitas exclusivamente com títulos do Tesouro Nacional, separando as necessidades relacionadas à sintonia diária da liquidez, dos objetivos de mais longo prazo das políticas de gerenciamento da dívida pública.

Outra mudança institucional importante diz respeito ao processo de modernização da estrutura administrativa e de governança, ocorrida no Tesouro, com a criação de três áreas com atribuições claramente separadas - *back, middle e front office*. O planejamento deste processo contou com recursos do Banco Mundial¹⁷, entidade que foi fundamental não apenas pela injeção de recursos financeiros, mas também na delimitação da agenda de aprimoramentos implementadas pelo Tesouro

2.7.5 A Reforma do Sistema de Pagamentos Brasileiro

Como mencionado anteriormente, um número significativo de instituições financeiras domésticas teve grandes dificuldades em se ajustar ao novo ambiente macroeconômico e às novas exigências regulatórias, após a edição do Plano Real. Em grande medida, os problemas de insolvência foram sendo resolvidos através de fusões, aquisições ou ainda pelo encerramento das atividades de instituições com perfis de atuação diversificados.

¹⁷ Várias medidas adotadas no sentido da melhoria no padrão de gestão da dívida pública brasileira contaram com apoio do PROGER - Projeto de Fortalecimento do Gerenciamento Fiscal e Financeiro. O suporte financeiro deste Programa foi assegurado pelo Banco Mundial.

Os casos mais complexos enfrentados pela Autoridade Monetária foram aqueles em que o desequilíbrio financeiro da firma insolvente impedia que ela liquidasse suas obrigações ao final do dia, por insuficiência de recursos em sua conta de reserva bancária.

A ocorrência cada vez mais frequente de saldos negativos nas contas de reservas bancárias mantidas pelas instituições financeiras junto ao Banco Central deixou evidente a existência de uma fonte importante de pressão sobre a autoridade monetária na gestão diária das cadeias de pagamentos, em função da forma como eram liquidadas as operações financeiras no Brasil.

Antes da entrada em vigor do Novo Sistema de Pagamentos Brasileiro – SPB, ocorrida em 2002, as instituições registravam ao longo do dia milhares de operações de transferência de recursos e de pagamentos de ativos e de contratos de sua carteira própria ou por conta e ordem de clientes. A liquidação financeira dessas transações, entretanto, só se efetivava ao final do dia, desde que houvesse saldo positivo nas referidas contas de reserva. Não havendo recursos suficientes para cobrir todas as transações, caberia ao Banco Central, em tese, decretar a liquidação extrajudicial da instituição inadimplente e reprocessar todas as operações por ela realizadas ao longo do dia.

A ocorrência de uma falha de pagamento por uma instituição de grande porte, entretanto, poderia desencadear uma quebra em cadeia, já que outras instituições seriam certamente afetadas em seus fluxos de caixa pela necessidade de reverter milhares de operações direta ou indiretamente vinculadas à instituição inadimplente.

Antes de decretar a liquidação, o Banco Central poderia disponibilizar o acesso a linhas de redesconto, desde que a instituição inadimplente oferecesse ativos líquidos como garantia - títulos públicos federais essencialmente. A concessão do redesconto dependia também de a Autoridade considerar a situação como reflexo de um problema temporário de descasamento de liquidez e, portanto, reversível no curto prazo.

Naqueles casos em que a instituição estava de fato insolvente, o Banco Central renegociava com as contrapartes todas as operações que haviam sido fechadas ao longo do dia, com o objetivo de minimizar o tamanho do déficit na conta reserva bancária. Na prática, entretanto, o Banco Central assegurava o curso das operações, assumindo o ônus dos eventuais prejuízos remanescentes, após o resultado do processo de intervenção. Acrescente-se, ainda, o fato de que as operações com títulos públicos no Sistema Selic eram liquidadas no dia seguinte (D+1),

o que abria a possibilidade de que o déficit existente no dia (D+0), fosse coberto com saldos líquidos credores provenientes do Sistema Selic. No dia em que sofreu a intervenção do Banco Central (26/03/1997), o Bamerindus apresentava um saldo líquido negativo em sua conta de reserva bancária, da ordem de R\$ 3,6 bilhões¹⁸.

Assim, a introdução do novo SPB visou eliminar este risco, transferindo-o para aos participantes do mercado, ou seja, para as próprias instituições financeiras que haviam operado com a instituição insolvente e para as entidades provedoras de serviços de transferência de pagamentos e de liquidação de operações financeiras.

Também neste caso, tratava-se de aproximar o Brasil das melhores práticas internacionais, em particular das recomendações desenvolvidas pelo *Bank of International Settlements*. A sequência de crises financeiras deixou claro para os reguladores internacionais que parte dos distúrbios ocorridos em um participante específico acabou se disseminando para um número maior de agentes pela inadequação dos sistemas de pagamentos em operação nestes episódios¹⁹.

A resposta dos bancos centrais reunidos no BIS foi a criação, em 1990, do *Committee on Payment and Settlement Systems* (CPSS) que patrocinou a realização de diversos estudos com o intuito de identificar mecanismos de liquidação de contratos e serviços financeiros robustos, capazes de evitar que a insolvência de um participante contagiasse suas contrapartes, através dos dutos financeiros que os conectavam. Vários destes trabalhos foram adotados pelo Banco Central do Brasil no projeto que redesenhou do Sistema de Pagamentos no País²⁰. O CPSS foi posteriormente rebatizado e hoje responde pelo nome de *Committee on Payments and Market Infrastructures* (CPMI).

Segundo o diagnóstico produzido pelo BIS²¹, a falha de pagamento pode ocorrer por quatro fatores: a incerteza jurídica (risco legal); a incapacidade da contraparte em entregar o ativo

¹⁸ Disponível em: <https://www2.camara.leg.br/atividade-legislativa/comissoes/comissoes-temporarias/parlamentar-de-inquerito/51-legislatura/cpioproer/51-legislatura/cpioproer/relatoriofinal/cap3bamerindus.pdf>. Acesso em: 27 fev. 2026.

¹⁹ Ver: *Report on Interbank Netting Schemes (Lamfalussy Report)*. Disponível em: <https://www.bis.org/cpmi/publ/d04.pdf>. Acesso em: 20 mai. 2025.

²⁰ Ver: *International Convergence of Capital Measurement and Capital*. Disponível em: <https://www.bis.org/publ/bcbs04a.pdf>. Acesso em 26 jan. 2026.

²¹ Ver: *Core Principles for Systemically Important Payment Systems*. Disponível em: <https://www.bis.org/cpmi/publ/d43.pdf>. Acesso em: 25 jan. 2026.

para o comprador, ou transferir o recurso para o vendedor (risco de crédito); o atraso na liquidação da operação (risco de liquidez); e a inadequação de processos, sistemas internos ou eventos externos (risco operacional).

A proposta do Banco Central atacou essas quatro frentes de risco. Em primeiro lugar, pela adoção do conceito de *finality*, ou seja, por exigir que após o registro eletrônico, as ordens de pagamento se tornassem irrevogáveis, sejam elas relacionadas à liquidação de uma operação financeira, sejam apenas uma transferência de recursos entre sistemas ou entre instituições.

Outro pilar dessa reforma foi a definição de que nas operações bilaterais registradas em sistemas típicos de mercado de balcão, cabe ao provedor deste ambiente assegurar a vigência do princípio da Entrega contra Pagamento, isto é, que a aquisição e a posterior transferência de titularidade de um ativo só ocorra se sua contraparte dispuser de recursos para realizar o pagamento.

O Sistema Selic opera nestas bases. Assim, em uma operação de compra e venda definitiva de um título público, após a dupla digitação das partes que estão negociando, o Sistema checa se as condições do negócio informadas por ambas coincidem. Caso isto ocorra, ele verifica, em tempo real, se o vendedor do ativo tem o título em sua conta de custódia e se o comprador dispõe de recursos para quitar a obrigação. Caso as duas condições se confirmem ao mesmo tempo, o Selic liquida a operação, transferindo o ativo para o comprador e os recursos para o vendedor. Não há risco de principal, portanto, em ambientes que liquidam as operações uma a uma, em tempo real.

Outro mecanismo seguro de liquidação descrito no receituário internacional é aquele em que uma infraestrutura de mercado assume a função de contraparte central. Nesta situação, a entidade atua como compradora de todos os vendedores e vendedora de todos os compradores. Na prática, isto significa que se uma das partes não honrar sua obrigação, ela liquida a operação utilizando, para isso, as garantias que foram previamente depositadas naquele ambiente pela insolvente e pelos demais participantes. Infraestruturas que prestam esse serviço precisam dispor de sistemas de gerenciamento de riscos sofisticados, além de regras transparentes de repartição de perdas endossadas por todos os participantes. No Brasil, apenas a Bolsa, Balcão Brasil (B3) está formalmente autorizada a oferecer estes serviços.

Dezenas de normas foram editadas a fim de dar sustentação legal ao funcionamento dos sistemas, sobretudo naqueles em que há depósitos de garantias e margens. Especificamente em relação a esses ambientes, foi editada a Lei nº 10.214/01 que garante que os valores depositados em câmaras estão protegidos caso o participante seja submetido a algum regime especial de recuperação ou mesmo à liquidação extrajudicial.

Por fim, cabe reconhecer que algumas inovações regulatórias e tecnológicas implementadas no Brasil mais recentemente têm suas raízes na reforma do SPB, iniciada em 2002. A criação da Rede do Sistema Financeiro Nacional, solução implementada em 2002, que integrou todos os participantes do mercado financeiro em uma mesma nuvem e o desenvolvimento de tecnologias que liquidam operações uma a uma em tempo real são soluções precursoras que viabilizaram o surgimento das Fintechs e a disseminação do uso do PIX.

2.8 Conclusão

Ao longo desse ensaio foram discutidas as transformações por que passou o SFN, motivadas por reformas regulatórias detalhadas no texto. É importante lembrar que, previamente ao período analisado, foram flexibilizadas as transações cambiais e eliminadas diversas barreiras ao ingresso capitais de não residentes no mercado financeiro local, além de vários entraves à saída de recursos de investidores domésticos, em direção ao Sistema Financeiro Internacional. Sem que este processo de liberalização tivesse ocorrido, as reformas no marco legal e infralegal não teriam avançado na direção de conectar os mercados financeiro e de capital locais às principais praças financeiras espalhadas pelo mundo

O esforço de pesquisa revelou, também, que a estabilização de preços, a partir de 1994, ao eliminar as distorções provocadas pelos níveis elevados de inflação, inviabilizou o modelo de negócios de um número expressivo de instituições, que foram vendidas, fundidas ou simplesmente liquidadas pelo Banco Central do Brasil.

Estimativas elaboradas pelo Departamento de Contas Nacionais, do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatísticas (Decna/IBGE), indicam que a estabilização provocou uma redução significativa na participação das atividades de intermediação financeira no PIB. Em 1994, o

valor adicionado pelas instituições financeiras alcançava 12,4% do PIB. No ano seguinte havia se reduzido para 6,9% deste agregado.

Bancos, corretoras e distribuidoras de títulos e valores mobiliários se beneficiavam intensamente das disfuncionalidades provocadas pela espiral inflacionária sobre o processo de precificação dos ativos. Os planos econômicos, adotados a partir da segunda metade dos anos 1980, criaram muitas incertezas quanto às regras de correção dos contratos e de atualização dos valores nominais dos ativos. Esta situação era particularmente lucrativa para os agentes que operavam na intermediação de recursos e de títulos com liquidez diária, o chamado mercado *overnight*.

Neste contexto, duas iniciativas foram implementadas, ainda no primeiro mandato do ex-presidente Fernando Henrique Cardoso, a fim de evitar que o desaparecimento destas instituições paralisasse o mercado financeiro doméstico.

A primeira delas foi a criação do PROER e do PROES. Estes programas introduziram no arcabouço legal um conjunto de medidas destinadas a transferir a propriedade de instituições insolventes para outros participantes, evitando que a quebra de uma instituição de grande porte pudesse desencadear uma crise sistêmica.

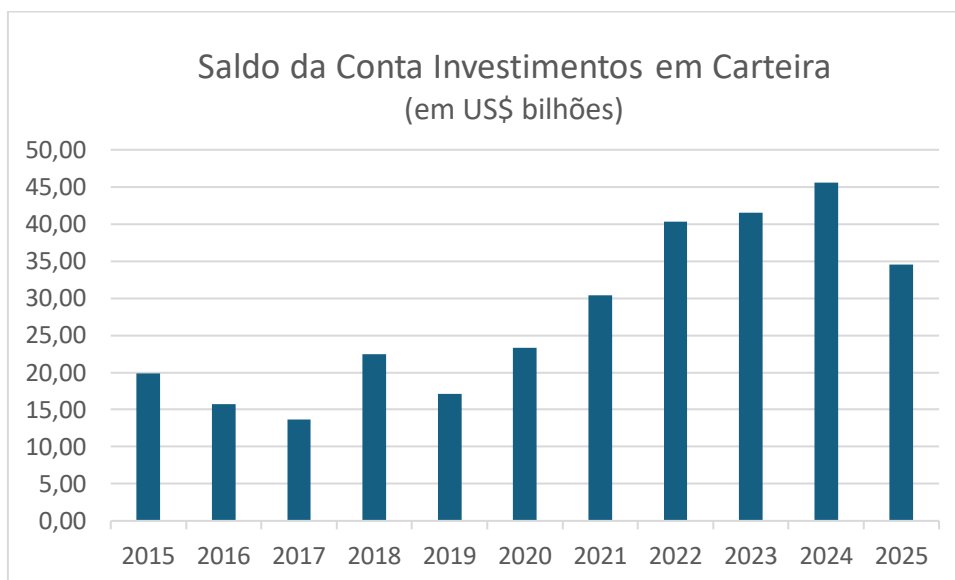
A outra iniciativa foi a utilização de prerrogativa prevista no Ato das Disposições Transitórias nº 52 da Constituição Federal, reconhecendo que um decreto assinado pelo presidente da República poderia autorizar o ingresso de bancos estrangeiros no Brasil, o que era vedado pela mesma Constituição. Ao amparo deste marco, 29 bancos estrangeiros ingressaram no país, ou aumentaram sua participação, no caso daqueles que já tinham autorização para funcionar.

O ensaio avança na análise das transformações do SFN, a partir da implementação de três reformas que foram inspiradas no receituário internacional. São elas: a adesão do Brasil ao Acordo de Basileia, a reestruturação do Sistema de Pagamentos Brasileiro e a modernização nos processos de gestão da Dívida Pública Mobiliária Federal Interna.

Neste contexto, sua principal conclusão é a de que as transformações podem ser consideradas bem-sucedidas se um dos parâmetros de avaliação for a evolução dos fluxos de recursos internalizados no País, pelos não residentes. O gráfico a seguir apresenta os volumes líquidos das aplicações destes agentes nos mercados financeiros locais. Há uma evidente tendência de

expansão deste agregado, o que é particularmente significativo se considerarmos o fato de que entre 2017 e 2021, a taxa Selic manteve-se na casa de um dígito, tendo alcançado seu mínimo histórico em 2020 (2% a.a.).

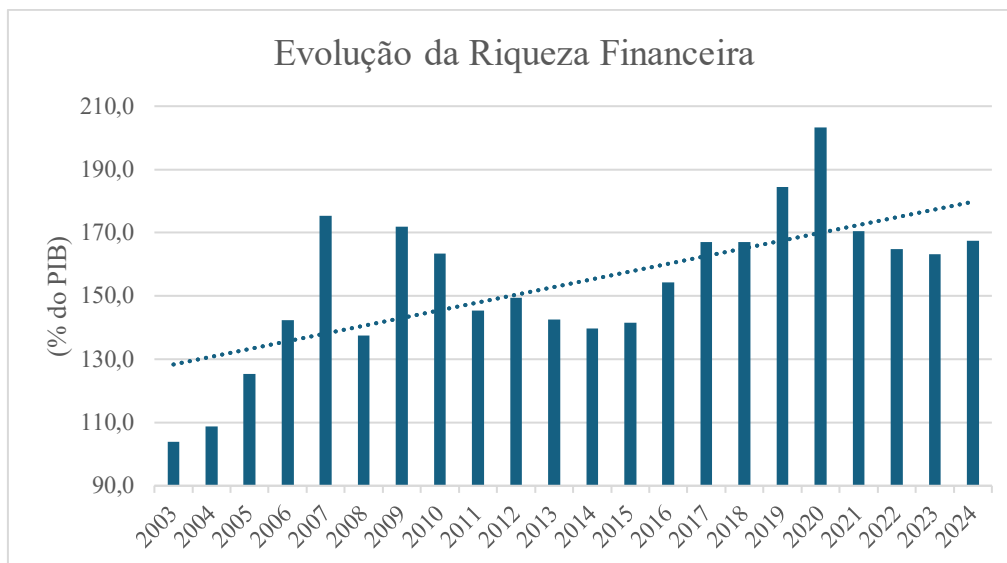
Gráfico 7 - Saldo da Conta Investimentos em Carteira (em US\$ bilhões)



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração do autor.

A evolução da Poupança Financeira em percentual do PIB confirma a tendência de expansão da liquidez no mercado primário. Este agregado é obtido pela soma dos estoques de títulos e valores mobiliários ao final de cada ano, registrados na B3 (ativos privados) e no Sistema Selic (títulos públicos), acrescido dos depósitos de poupança. O gráfico a seguir revela que este agregado praticamente dobrou de tamanho no período em destaque.

Gráfico 8 – Evolução da Riqueza Financeira no Brasil (em % do PIB)



Fontes: Banco Central do Brasil e B3. Elaboração própria.

Este ensaio defende a ideia de que as reformas micro financeiras ocorridas no Brasil, a partir dos anos 1990, lograram êxito em ampliar a liquidez dos mercados primário e secundário dos títulos e valores mobiliários, além de conectarem estes últimos ao Sistema Financeiro Internacional.

De outro lado, também é necessário reconhecer o que sistema financeiro brasileiro, que emergiu das transformações ocorridas nos últimos trinta anos, não é nada funcional à estruturação de um projeto de desenvolvimento econômico sustentável. Níveis elevados de concentração bancária, inexistência de um mercado privado de operações de crédito com perfil de longo prazo, alto grau de endividamento das famílias - que não têm acesso a modalidades de operações de crédito com custos e prazos adequados -, margens elevadas de rentabilidade dos agentes, são algumas das características que compõem um quadro propício ao aprofundamento do processo de financeirização no Brasil.

Olhando por essa perspectiva, é possível concluir que as reformas deixaram de legado um ambiente financeiro repleto de desafios regulatórios. Os dois ensaios adiante enfrentam debates desta natureza, um deles envolvendo o conflito de competências entre o Banco Central e o CADE, em questões ligadas às políticas de defesa da concorrência. Já o ensaio III, debate os perímetros de atuação do BC e da CVM em temas emergentes como a regulação de instituições financeiras não bancárias. A experiência internacional nestas questões indica que só a adoção de abordagens interdisciplinares será capaz de lidar com os desafios impostos

pelos novos entrantes, como as *fintechs*, as plataformas digitais, os influenciadores financeiros, entre outros.

2.9 Anexos

2.9.1 Anexo 1 – Ativismo regulatório: biênio 1994/1995

Quadro 4 – Principais Alterações no Quadro Institucional e nos Marcos Legal e Regulatório

Tipo da Norma	Assunto
Medida Provisória 542/94	Cria o Plano Real e altera a composição do Conselho Monetário Nacional
Resolução CMN nº 2.099/94	Adesão ao Acordo de Basileia
Resolução CMN nº 2.208/95	Cria o Proer
Resolução CMN nº 2.211/95	Institui o Fundo Garantidor de Créditos - FGC
Resolução CMN 2.212/95	Elimina a obrigatoriedade de que o capital mínimo de um banco estrangeiro seja o dobro do exigido a um banco nacional
Exposição de Motivos 311/95	Permite o Ingresso de Bancos Estrangeiros
Medida Provisória 1.182/95	Instrumentaliza o Banco Central do Brasil para os casos de Intervenção, Liquidação Extrajudicial e Administração Especial Temporária.

Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração do autor.

2.9.2 Anexo 2 – Banco Central e Tesouro Nacional: as 21 medidas

- ✓ Redução do número de vencimentos dos títulos públicos em circulação, maior concentração de vencimentos dos títulos com rentabilidade prefixada e diminuição da frequência de ofertas públicas;
- ✓ Divulgação prévia, pelo Tesouro Nacional, de cronograma de emissão de títulos a serem colocados por oferta pública;
- ✓ Ofertas públicas de títulos prefixados com prazos mais longos, após o recebimento de pleito das instituições financeiras contendo proposta firme de compra;
- ✓ Realização, pelo Tesouro Nacional, de leilões regulares e predefinidos de compra de títulos públicos;
- ✓ Criação de títulos cambiais sem pagamentos intermediários de juros (zero-coupon bond);

- ✓ Permissão para negociação em separado do principal e dos cupons dos títulos cambiais com prazo inferior a cinco anos;
- ✓ Reuniões periódicas do Banco Central e do Tesouro Nacional com os dealers, os clientes finais (fundos de pensão, seguradoras e outros investidores institucionais) e as associações de classe;
- ✓ Divulgação periódica de Nota para a Imprensa contendo informações e comentários sobre o mercado de títulos públicos e as condições de liquidez;
- ✓ Alteração do processo de seleção dos dealers do Banco Central, privilegiando a capacidade de serem market-makers;
- ✓ Lançamento de títulos longos com rentabilidade prefixada e simultânea oferta competitiva de opção de venda (put);
- ✓ Compra e venda final de títulos curtos, em complementação aos go-around de reservas bancárias realizados pelo Banco Central;
- ✓ Realização periódica de go-around de compra ou venda de títulos públicos;
- ✓ Lançamento de títulos no Selic com liquidação em D + 1;
- ✓ Estímulo ao aumento da transparência na negociação de títulos públicos no mercado secundário mediante, por exemplo, a utilização de sistema eletrônico;
- ✓ Facilitação para as instituições financeiras assumirem posições vendidas (short);
- ✓ Realização de go-around de títulos prefixados com compromisso de recompra (reverse repo) para as instituições dealers cobrirem posições vendidas (short);
- ✓ Divulgação diária, pela Andima, de preços dos títulos com rentabilidade prefixada e cambiais em circulação;
- ✓ Desenvolvimento de sistema para registro, no Selic, das operações a termo com títulos federais;
- ✓ Flexibilização do limite de alavancagem nas operações com títulos públicos federais;
- ✓ Incentivo para as bolsas de valores criarem mercado derivativo das opções de venda lançadas pelo Banco Central;
- ✓ Oscilação da taxa overnight ao redor da meta da taxa Selic.

3 CONFLITO DE COMPETÊNCIAS ENTRE BCB E O CADE: HIERARQUIA E COMPLEMENTARIDADE NOS JULGAMENTOS DE ATOS DE CONCENTRAÇÃO NO SETOR FINANCEIRO

3.1 Resumo

Atos de concentração que envolvam instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil (BCB) devem ser aprovados pela Autoridade Monetária. Também estão sujeitos ao escrutínio do Conselho Administrativo de Defesa da Econômica (CADE) desde que cumpram alguns pré-requisitos básicos, como envolverem ao menos uma empresa que tenha faturamento anual superior a R\$ 750 milhões.

Em alguns episódios relevantes - como a fusão do Itaú com o Unibanco e a aquisição do BCN pelo Bradesco - as posições destas duas Autarquias apresentaram divergências significativas. Este último caso foi particularmente emblemático, uma vez que o CADE aplicou uma multa ao Bradesco, alegando que pelas características da operação ela deveria ter sido submetida àquela Autarquia.

O banco recorreu desta punição e após uma longa batalha jurídica coube ao Supremo Tribunal Federal (STF), em decisão final, cancelar a aplicação da multa, alegando que a Lei 4.595, de 31/12/1964, que regulamenta o funcionamento do Sistema Financeiro Nacional, determina em seu artigo 18, parágrafo 2º, que o Banco Central do Brasil, no exercício da fiscalização que lhe compete também "(...) regulará as condições de concorrência entre instituições financeiras, coibindo-lhes os abusos com a aplicação da pena nos termos desta Lei" (Brasil, 1964).

Há uma questão central que delimita o debate acerca das competências destas duas autarquias no julgamento de Atos de Concentração envolvendo instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil: deve haver alguma hierarquia na implementação de políticas públicas que sejam destinadas a garantir a estabilidade do sistema financeiro nacional e aquelas voltadas para a defesa da concorrência?

Dessa forma, este ensaio tem por objetivo responder a esta pergunta e, neste contexto, analisar a evolução do papel do Banco Central do Brasil e do Conselho Administrativo de Defesa da Econômica no julgamento dos atos de concentração envolvendo as instituições financeiras autorizadas a funcionar pela Autoridade Monetária.

Sua hipótese central é a de que é possível combinar as políticas de regulação prudencial e de defesa da concorrência, mesmo aceitando-se a premissa de que o objetivo de assegurar a estabilidade do Sistema Financeiro Nacional pode justificar decisões em processos de fusão ou aquisição que resultem em um aumento substancial no nível concentração nos mercados de produtos e serviços bancários.

Da mesma forma, a manutenção da higidez dos mercados pode justificar a imposição de regras que restringem a entrada de novas instituições, a exemplo dos elevados montantes de capital mínimo necessários para que uma nova instituição receba autorização para funcionar, que é um dos mecanismos que compõem a chamada regulação microprudencial.

Palavras Chaves: Regulação Prudencial; Defesa da Concorrência; Atos de Concentração; Sistema Financeiro Nacional

3.2 Abstract

Merger acts involving institutions authorized by the Central Bank of Brazil (BCB) must be approved by the Monetary Authority. They are also subject to scrutiny by the Administrative Council for Economic Defense (CADE), if they meet certain basic prerequisites, such as involving at least one company with an annual turnover exceeding R\$ 750 million.

In some relevant episodes—such as Bradesco's acquisition of BCN and the merger between Itaú and Unibanco—the positions of these two government agencies showed significant divergences. The Bradesco/BCN case was particularly emblematic, as CADE had imposed a fine on Bradesco, claiming that the operation's characteristics required it to be submitted to that agency as well.

The bank appealed this penalty, and after a long legal battle, it fell to the Supreme Federal Court (STF) to issue a final decision canceling the fine. The Court argued that Law 4,595 of 12/31/1964, which regulates the National Financial System, determines in Article 18, Paragraph 2, that the Central Bank of Brazil, in the exercise of its supervisory duties, shall also "(...) regulate the conditions of competition between financial institutions, curbing abuses by applying penalties under this Law."

There is a central question that defines the debate regarding the jurisdiction of these two agencies in judging Merger Acts involving institutions authorized by the Central Bank: Should there be a hierarchy between the implementation of public policies designed to guarantee the stability of the national financial system and those aimed at defending competition?

Accordingly, this essay aims to analyze the evolution of the roles of the Central Bank of Brazil and the Administrative Council for Economic Defense regarding Merger Acts involving financial institutions authorized by the Monetary Authority.

The central hypothesis posits that it is possible to harmonize prudential regulation with antitrust policies, even while accepting the premise that the objective of ensuring the stability of the National Financial System may justify decisions in merger and acquisition (M&A) proceedings that result in a substantial increase in concentration levels within banking product and service markets. Likewise, maintaining market soundness may justify the imposition of barriers to entry for new institutions—exemplified by the high minimum capital requirements necessary for a new entity to receive authorization to operate—which constitutes one of the mechanisms of so-called microprudential regulation.

Keywords: Prudential Regulation; Competition Defense Policies; Merger Acts; National Financial System.

3.3 Introdução

O presente ensaio tem por objetivo analisar o conflito de competências entre o Banco Central do Brasil (BCB) e o Conselho Administrativo de Defesa da Econômico (CADE) no tocante à aprovação de atos de concentração que envolvam as Instituições Financeiras – IF, autorizadas

a funcionar pelo BCB. Sua principal contribuição para o debate acadêmico é discutir conceitualmente a hipótese de que a promoção da estabilidade financeira – missão primordial atribuída aos bancos centrais mundo afora – deve balizar as decisões envolvendo os processos de fusão e aquisição de instituições financeiras. Mesmo nos casos em que tais decisões sejam antagônicas aos princípios que fundamentam as políticas de defesa da concorrência.

Assim, o ensaio sistematiza e confronta os argumentos teóricos que são utilizados para defender essa hipótese, em contraposição aos que sugerem que questões ligadas à defesa dos direitos dos consumidores e à repressão ao abuso do poder econômico deveriam ter maior protagonismo nestes processos decisórios.

O ensaio faz também uma revisão do debate legal no Brasil, baseado em decisões tomadas em diversas instâncias do Judiciário envolvendo atos de concentração, nos quais os entendimentos do papel das duas autarquias mostraram-se divergentes. Nesses confrontos, o CADE procurou confirmar que a lei de defesa da concorrência não excetuava o setor financeiro da obrigação de submeter seus processos de fusão e de aquisição ao escrutínio daquela Autarquia.

As tensões entre as autoridades monetária e de defesa da concorrência começam a ser tratadas em 2017, após a assinatura de um Memorando de Entendimento que confirmou a complementaridade da atuação das duas instituições em julgamentos de atos de concentração. Ao mesmo tempo, o documento ratificou o protagonismo das decisões do BCB em processos que envolvam riscos para a estabilidade financeira do País.

Do ponto de vista conceitual, o debate acima tem como ponto de partida as seguintes duas indagações: i) a regulação setorial pode eventualmente substituir as leis de defesa da concorrência? ii) em que condições econômicas e institucionais uma agência reguladora, como o Banco Central do Brasil, pode tomar decisões que tenham efeitos anticoncorrenciais?

Segundo Mello (2004) há atividades que são concedidas pelo poder público à iniciativa privada, em que a agência reguladora fixa praticamente todos os parâmetros concorrenciais, tais como preços, condições de entrada e de saída, volumes e abrangência geográfica dos serviços prestados, entre outros. Nestes casos, o argumento econômico que justificaria a imposição *ex ante* dessas condições operacionais está assentado na ideia de que em determinadas atividades econômicas – energia, transporte, siderurgia, p.e. – observam-se

significativos ganhos de economia de escala quando estão presentes unidades produtivas de grande porte. Ou seja, há setores que operam com maior eficiência se os mercados estiverem organizados em estruturas oligopolizadas.

Há ainda situações em que as agências regulatórias, cumprindo seu papel de polícia e visando assegurar o interesse público, estabelecem limites à concorrência inclusive através da imposição de medidas infralegais. Este é o caso dos regramentos emitidos pelos Bancos Centrais que, entre outras exigências de *compliance* e de governança, estabelecem volumes elevados de capital para que novas firmas possam prestar os serviços financeiros essenciais à sociedade, tais como a gestão de contas correntes, de sistemas de pagamentos, a estruturação de operações de crédito e a administração de recursos de terceiros.

Estas atividades são típicas de bancos comerciais e de investimento. Mais recentemente, entretanto, a difusão de inovações tecnológicas e regulatórias tem eliminado algumas das principais barreiras à entrada, permitindo o ingresso de novos *players* em mercados relevantes, anteriormente ocupados exclusivamente por incumbentes, tais como na administração de contas correntes e de pagamentos e na originação de operações de crédito²². As novas tecnologias de armazenamento e processamento de informações (Computação em Nuvens e Inteligência Artificial), de compartilhamento de dados (Sistemas Financeiros Abertos), de registros descentralizados (DLT) e de contratos inteligentes (*Smart Contracts*) estão alterando a maneira pela qual os participantes do sistema financeiro nacional estruturam e distribuem produtos e serviços a seus clientes²³.

Nesse ambiente de riscos e incertezas, cabe aos Bancos Centrais, através da chamada regulação prudencial, fixar as normas, procedimentos e exigibilidades destinados a mitigar o risco da ocorrência de crises que contaminem os sistemas financeiros e que resultem na paralisação dos fluxos de recursos entre credores e devedores.

²² **Martins, et al.** (2023): "Fintech Companies in Brazil: Assessing Their Effects on Competition in the Brazilian Financial System from 2018 to 2020"

²³ Esta é uma discussão recente, inconclusiva e fora do foco deste ensaio. Entretanto, esta temática é retomada no ensaio 3, que discute a relação entre o processo de difusão destas tecnologias e seus impactos nos padrões de regulação adotados mundo a fora. O próprio termo Fintech tem significados muito diferentes que dependem, entre outros aspectos, da posição que essas firmas ocupam na cadeia produtiva do setor financeiro. A esse respeito ver **Macahyba et al.** (2021).

Da mesma forma, as decisões tomadas pela Autoridade Monetária no julgamento de atos de concentração estão, a princípio, condicionadas ao objetivo de fortalecer a estabilidade financeira. É o que reconhece o Memorando de Entendimento CADE/ BCB, de 2018. Nele as duas entidades concordam que (MoU BCB/ CADE, 2018, p. 3): “O BCB poderá aprovar unilateralmente atos de concentração envolvendo instituição financeira, sempre que aspectos de natureza prudencial indiquem haver riscos relevantes e iminentes à solidez e à estabilidade do SFN”.

Cabe ressaltar, por sua vez, que as Leis 8.894/94 (já revogada) e 12.529/11 - que, respectivamente, criaram o CADE e que estruturaram o Sistema Brasileiro de Defesa da Concorrência (SBDC) - não excetuam nenhum segmento da atividade econômica da obrigação de que atos de fusão e aquisição sejam submetidos e aprovados pelo órgão da concorrência, de forma a garantir que os resultados destas operações não sejam nocivos a livre concorrência e ao bem-estar dos cidadãos.

Nesse contexto, é importante antecipar que a discussão sobre a distribuição de competências entre as duas autarquias evoluiu significativamente a partir de 2018, após a assinatura do Memorando de Entendimento (MoU), acima mencionado. Anos antes, as duas entidades já haviam assinado um Convênio de Cooperação Técnica que, em duas laudas, apenas sugeria a criação de mecanismos de troca de informações entre as respectivas equipes técnicas.

A trajetória das relações entre as duas entidades está diretamente associada à própria evolução do Sistema Financeiro Nacional (SFN), que passou por significativas transformações a partir da segunda metade dos anos 1990. Os dez anos que se seguiram à edição do Plano Real foram marcados por profundas alterações no *modus operandi* do mercado financeiro brasileiro. Este processo, que envolveu mudanças radicais na sua composição, nos modelos de negócios de seus participantes e no arcabouço operacional e regulatório, é discutido em detalhes no primeiro ensaio desta tese.

O fim dos ganhos de *floating* e a implementação de um conjunto de reformas regulatórias após a edição do Plano Real levaram ao “desaparecimento” de um número muito significativo de instituições financeiras. Em 1994, o mercado financeiro brasileiro contava com cerca de 900 participantes formalmente autorizados a funcionar pelo Banco Central do Brasil, entre bancos

múltiplos, comerciais, corretoras e distribuidoras de valores mobiliários. Seis anos depois este número havia se reduzido a 551.

Este processo foi fortemente induzido pelo Proer – Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional e pelo Proes - Programa e Incentivo à Redução do Setor Público Estadual na Atividade Bancária, que asseguraram um amplo conjunto de descontos regulatórios e benefícios fiscais aos incumbentes que adquirissem instituições em situação de iminente insolvência.

Assim, ao amparo destes programas, bancos privados de grande porte como o Nacional, Econômico e Bamerindus e várias instituições estaduais como o Banespa e Banerj foram transferidos a outros conglomerados financeiros, sem que questões ligadas ao aumento da concentração neste setor tivessem sido levadas em consideração. Tratava-se de evitar que a quebra de um destes últimos contaminasse o restante do Sistema Financeiro Nacional.

Na medida em que o sistema foi se mostrando mais sólido e resiliente às crises, o debate sobre como conciliar a estabilidade financeira e a defesa dos princípios da concorrência ganhou relevância institucional. Nesse sentido, merece destaque a percepção dos legisladores de que a harmonização destes dois objetivos deveria ser adicionada às missões institucionais do Banco Central, o que foi regulamentado pela Lei Complementar 179/21, que aprovou a autonomia operacional dessa Entidade.

Os bancos desempenham um papel central no funcionamento das economias capitalistas. Criam moeda, fazem a gestão de sistemas de pagamentos, administram recursos próprios e de terceiros, estruturam e distribuem instrumentos de securitização. Estas atividades estão sujeitas a riscos de diversas naturezas, tais como de mercado, de crédito, de liquidez, operacional, entre outros. A gestão inadequada destes riscos pode provocar a quebra de uma instituição, em função da eventual incapacidade de honrar suas obrigações tempestivamente.

Transações financeiras são um conjunto de obrigações e direitos interconectados. A interrupção dos fluxos de pagamentos e recebimentos em função do eventual *default* de um participante sistemicamente importante pode desencadear um efeito dominó que contague multilateralmente outras instituições relevantes, podendo atingir ainda jurisdições para além daquela em que a instituição inadimplente registrava seus contratos. A eventual

descontinuidade destes serviços pode provocar crises sistêmicas com potencial de afetar a economia real.

Infraestruturas de Mercado espalhadas pelo mundo trafegam, diariamente, através de dutos financeiros²⁴, milhões de transações de pagamentos e de recebimentos, boa parte delas liquidadas em termos intradiários. Esta cadeia de compromissos interliga, diversos mercados, múltiplas instituições, diferentes jurisdições, além de sistemas operados por autoridades governamentais responsáveis por transferências de grandes valores.

Assim, ao discutir as especificidades que marcam o funcionamento dos mercados financeiros, Carvalho (2015)²⁵ sugere que:

[...] o sistema financeiro exhibe uma dinâmica de funcionamento especial em pelo menos um aspecto chave, quando comparado aos outros setores da economia: a existência do chamado risco sistêmico. Risco sistêmico refere-se à possibilidade de que um choque localizado em algum ponto do sistema financeiro possa se transmitir ao sistema como um todo e, eventualmente, levar a um colapso da própria economia.

Esse é um dos motivos pelos quais as instituições financeiras estão sujeitas a chamada regulação prudencial. Em geral, a formulação desses princípios está listada como umas das principais missões dos bancos centrais, ou em entidades específicas criadas para este fim que, entretanto, são institucionalmente vinculadas a essas instituições. É o caso, por exemplo, do Reino Unido em que a *Prudential Regulation Authority (PRA)* concentra as atividades de regulação e supervisão prudenciais e está formalmente vinculado ao *Bank of England (BoE)*.

Visando discutir estas questões, além desta breve introdução e da proposta metodológica que é apresentada a seguir, o ensaio está organizado da seguinte forma: a seção 3.5 discutirá os argumentos apresentados em textos acadêmicos e relatórios de entidades transnacionais de regulação e supervisão em favor de um maior protagonismo dos Bancos Centrais na delimitação do campo concorrencial para os participantes dos mercados financeiros, em particular nas decisões em atos de concentração que envolvam instituições sistemicamente importantes.

²⁴ **Wray, L. Randall.** Modern Money Theory: A Primer on Macroeconomics for Sovereign Monetary Systems. 2. ed. Nova York: Palgrave Macmillan, 2015.

²⁵ **Carvalho, J. C. Fernando (2015),** Inovação Financeira e Regulação Prudencial: da Regulação de Liquidez aos Acordos de Basileia, in Regulação Financeira e Bancária

No Brasil, a Resolução CMN 4.553, de 30 de janeiro de 2017, segmenta as instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central em cinco grupos – de S1 a S5 - que refletem o tamanho, a interconectividade e a amplitude geográfica de atuação dessas firmas nos sistemas financeiros nacional e internacional. Os seis bancos classificados no S1 – os sistemicamente importantes - estão sujeitos a todas as normas de caráter prudencial, incluídas neste universo as recomendações dos Acordos de Basiléia. As infraestruturas de mercado essenciais, como a Brasil, Bolsa Balcão (B3) também são assim classificadas. Em todos os demais segmentos aplicam-se descontos regulatórios de várias naturezas, o que significa reconhecer que estas firmas têm menor potencial de provocar episódios de instabilidade financeira.

O presente ensaio consolida, também, argumentos favoráveis a uma participação mais ativa das autoridades responsáveis pela defesa da concorrência, prevalecendo neste caso a noção de que a manutenção da estabilidade financeira é condição necessária para que políticas da defesa da concorrência sejam implementadas ao longo do tempo.

Relatório divulgado pela OCDE em 2025 sistematizou o resultado de vários estudos acerca das possíveis tensões e complementariedades entre os objetivos prudenciais e de estímulo a competição. Duas conclusões são particularmente relevantes. A primeira delas é a de que a regulação prudencial inevitavelmente formata as estruturas de mercado e, conseqüentemente, delimita o espaço concorrencial. A segunda aponta que o diálogo permanente e a coordenação dos trabalhos entre as autoridades responsáveis pela estabilidade financeira e pela defesa da concorrência podem resultar em um conjunto de medidas que ampliem a higidez dos sistemas financeiros e que não imponham limites desnecessários à competição.

Uma questão chave neste debate é entender o que há de específico na atividade bancária que possa justificar essa precedência. A resposta imediata a este questionamento é o seguinte: os bancos cumprem um papel único nas economias capitalistas. Podem ser protagonistas de crises financeiras disruptiva capazes de atingir os demais setores da economia real – como o ocorrido em 2008, com a quebra do Lehman Brothers.

Dessa forma, para que tenham autorização formal e capacidade financeira para desempenharem estas funções, as instituições bancárias são obrigadas a seguir um conjunto rigoroso de exigências, incluindo-se volumes elevados de patrimônio, coeficientes de liquidez,

limites de diversificação de riscos, regras de governança, entre outras salvaguardas regulatórias que, na prática, limitam a entrada de novos participantes.

Note-se, a esse respeito, a decisão tomada pelo Banco Central do Brasil ao final de 2025, de aumentar significativamente o capital mínimo para o funcionamento das instituições financeiras. Estes valores haviam sido originalmente fixados em 1994, pela Resolução CMN 2.099, norma deu início ao processo de adesão do Brasil aos princípios do Acordo de Basileia. Em seu Anexo II, determinou que as instituições financeiras deveriam dispor de um capital mínimo para iniciarem suas operações – conhecido como capital de entrada.

Desde então, os valores fixados em 1994 não haviam sido reajustados. Assim, por exemplo, naquele ano era de R\$ 7,0 milhões a exigência de patrimônio mínimo para a que um banco comercial fosse autorizado a funcionar pelo Banco Central. A partir de 2026, os investidores que quiserem abrir uma nova instituição bancária deverão aportar R\$ 57,0 milhões, à título de capital de entrada.

Já as *Fintechs* de Pagamentos tinham uma exigibilidade de R\$ 1,0 milhão para iniciarem suas operações. Este valor subiu para R\$ 9,2 milhões, o que ensejou um debate se estas medidas não desestimulariam a entrada e mesmo a permanência dessas instituições, que passaram a concorrer com os incumbentes em alguns mercados relevantes - como o de gestão de contas de pagamento e emissão de cartões de crédito e de débito. A exposição de motivos que justificou a introdução desta inovação regulatória sugere que, se de um lado o aumento no capital mínimo pode provocar alguma redução na pressão competitiva nestes mercados, de outro induz ao alinhamento de interesses entre o gestor do negócio e seus clientes – o chamado *skin in the game*. O Quadro 5 a seguir compara a situação vigente até então e os e os novos valores determinados pela Resolução Conjunta nº 14/2025.

Quadro 5 - Novas Exigibilidades de Capital Mínimo/ Resolução Conjunta nº 14 (em R\$ mil)

Tipo de Instituição	Exigibilidades Vigentes		Resolução Conjunta nº 14	
	Mínimo	Máximo	Mínimo	Máximo
Bancos	7.000	77.000	56.000	96.000
Sociedades de Crédito	1.000	17.500	9.800	60.000
Corretoras e Custodiantes	245	7.000	8.000	37.200
Instituições de Pagamentos	1.000	9.000	9.200	32.800
Cooperativas de Crédito	10	5.000	150	37.200
Instituições de Serviço	400	7.000	5.600	27.100

Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração do autor.

Níveis elevados de capital mínimo são um exemplo de iniciativas contidas no perímetro da regulação prudencial que visam mitigar o risco de quebra de uma instituição e que podem ocasionar prejuízos incalculáveis para seus clientes. Esta e outras exigibilidades prudenciais são particularmente relevantes quando aplicadas às chamadas Instituições Sistemicamente Importantes. Os critérios que são considerados para que uma instituição seja considerada sistemicamente importante envolvem, essencialmente, os volumes de suas operações e o quão interligadas elas são com outros participantes e com outras jurisdições.

O Bank of International Settlements (BIS)²⁶ – entidade internacional sediada na cidade de Basileia e responsável por formular os princípios adotados pela regulação prudencial – classifica os conglomerados financeiros em dois grandes grupos: o primeiro formado pelos Bancos Sistemicamente Importantes em termos Globais (G-Sibs), que são as instituições cuja

²⁶ **Basel Committee on Banking Supervision (BCBS).** *Global systemically important banks: updated assessment methodology and the higher loss absorbency requirement.* Basel: Bank for International Settlements, 2013/2018

falência pode provocar uma crise de dimensões que atinja, simultaneamente, múltiplas jurisdições. Já os Bancos Sistemicamente Importantes em termos Domésticos (D-Sibs), que compõem o segundo grupo, são aqueles cuja quebra pode ameaçar o funcionamento de uma economia específica²⁷.

Nos casos em que um destes agentes passa a apresentar problemas de fluxo de caixa, ou seja, quando suas receitas presentes são insuficientes para honrar seus compromissos vincendos, é comum que as Autoridades Financeiras atuem preventivamente para “salvar” esse participante oferecendo estímulos, previstos no marco regulatório do setor, para que uma instituição saudável adquira os ativos e os passivos do banco inadimplente. Operações desta natureza acabam envolvendo a concessão de descontos regulatórios ou algum tipo de benefício tributário.

Nesse contexto, a fusão do Unibanco com o Itaú é um episódio que merece ser destacado, na medida em que as atuações do BC e do CADE não foram, inicialmente, convergentes. O anúncio dessa transação ocorreu em outubro de 2008, um mês depois da quebra do Lehman Brothers, e foi aprovada rapidamente pelo Banco Central, em fevereiro de 2009. Os efeitos da crise internacional sobre a liquidez do mercado interbancário local fizeram crescer a percepção de que o Unibanco poderia estar vivenciando uma situação financeira cada vez mais crítica. Entre setembro e outubro de 2008, o valor das ações do banco recuou cerca de 43%.

Essas incertezas tornaram-se ainda mais intensas após a divulgação da existência de um volume expressivo de operações especulativas envolvendo o mercado de derivativos cambial no Brasil, que resultaram na quebra de empresas que detinham posições alavancadas, como a Sadia e a Aracruz Celulose e que tinham o Unibanco como uma de suas principais contrapartes.²⁸ Acumulavam-se indícios de que a situação do banco se tornava cada vez mais

²⁷ No Brasil, a Resolução BCB 4.553/17 classifica as instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central em 5 grandes grupos (de S1 a S5). No primeiro deles estão listados os bancos que são considerados sistemicamente importantes (Itaú, Bradesco, Banco do Brasil, Caixa Econômica e Santander) por terem porte igual ou superior a 10% do PIB. A definição de porte inclui diversas variáveis como Nível de Exposição aos Riscos e o volume de ativos registrados no exterior.

²⁸ À época, o Unibanco e outras instituições financeiras de grande porte ofereceram a centenas de empresas contratos de derivativos cambiais que apostavam na trajetória da moeda estrangeira, oferecendo em contrapartida operações de crédito com taxas de juros mais favorecidas. A desvalorização do Real após a crise do Lehman acionou uma série de gatilhos que estavam “escondidos” nestes contratos e que exigiam aportes maciços e diários de garantias que acabaram por inviabilizar financeiramente várias empresas de tamanhos e setores diferenciados. Ver: <https://fernandonogueiracosta.wordpress.com/wp-content/uploads/2012/12/raquel-balarin-o-dia-que-abalou-o-unibanco-valorinveste-34-novembro-de-2009.pdf>.

insustentável. Em 22 de outubro de 2008 daquele ano, o Governo editou uma medida provisória que autorizava o Banco do Brasil e a Caixa Econômica a comprar participações em instituições bancárias privadas nacionais. Estes episódios aumentaram as dúvidas quanto a estabilidade financeira do Unibanco, provocando uma crise de confiança que poderia levar a sua insolvência.

Assim, a velocidade com que a Autoridade Monetária tomou a decisão favorável à fusão, em uma operação envolvendo duas instituições sistemicamente importantes, deixou nítida a intenção do BCB de conter a crise que se avizinhava, mitigando o risco de que os efeitos de uma corrida bancária contra o Unibanco pudessem se espalhar para o restante do mercado local. Ressalte-se que, no front externo, as incertezas quanto a solvência de várias instituições globais fez “secar” a liquidez do mercado internacional, aumentando exponencialmente o risco de que uma crise de natureza sistêmica atingisse a economia mundial, entre o final de 2008 e o início de 2009.

A decisão do BCB foi ratificada pelo CADE somente em agosto de 2010, mesmo após o conselheiro Fernando Furlan, relator do caso, constatar que a fusão resultaria em *market share* superior a 20%, em mercados relevantes para produtos essenciais como crédito à pessoa física, depósitos à vista e operações de crédito consignado. Em seu voto, o relator esclareceu que a decisão favorável à fusão tinha como um dos principais fundamentos o fato de que a existência de bancos públicos de grande porte tenderia a manter os níveis de concorrência, mesmo nos mercados onde a participação da nova instituição ultrapassasse o percentual de 20%. Enfatizou também que suas conclusões estavam em sintonia com a decisão tomada pelo Banco Central do Brasil, quase dois anos antes.

Cabe notar que antes deste episódio, os limites da atuação das duas autarquias haviam sido alvo de disputas judiciais, através das quais o CADE procurou confirmar suas atribuições, em discussões acerca de casos concretos, como por exemplo a aquisição do BCN, pelo Bradesco. Assim, a seção 3.6 sistematiza e discute os questionamentos legais impetrados pela autoridade de defesa da concorrência e as decisões tomadas em diversas instâncias do Judiciário. Antecipe-se que todas elas confirmaram o protagonismo do Banco Central do Brasil, no julgamento de atos de concentração que envolvam as instituições por ele reguladas e supervisionadas.

Por fim, cabe apontar que a partir de 2018 – ano em que as duas autarquias assinaram um Memorando de Entendimento – foram estabelecidos mecanismos objetivos de cooperação técnica e confirmado o entendimento de que a aprovação de um ato de concentração entre instituições financeiras está sujeita a um processo de dupla submissão, ou seja, deverá ser obrigatoriamente examinado de forma independente por cada uma das duas Autarquias. Cada órgão conduz sua análise dentro de suas competências legais e deverão compartilhar informações e documentos, confidenciais ou não, exigido o consentimento prévio das partes apenas em relação a dados protegidos por sigilo legal.

3.4 Metodologia

Este ensaio adota o Método Qualitativo de Pesquisa. Dessa forma, as conclusões que ele apresenta resultam de um trabalho que se iniciou pela formulação das seguintes duas perguntas de pesquisa: i) como se materializou o conflito de competências entre o Banco Central do Brasil – BCB e o Conselho Administrativo de Defesa da Econômica - CADE no tocante à aprovação de atos de concentração que envolvam as Instituições Financeiras – IF autorizadas a funcionar pelo BCB?; ii) quais são os fundamentos conceituais que poderiam justificar a existência de uma hierarquia entre a implementação de políticas públicas destinadas a garantir a estabilidade do sistema financeiro nacional vis-à-vis àquelas que sejam voltadas para a defesa da concorrência.

Buscou-se responder a primeira pergunta através de documentos acessados nos sites do BCB, CADE, Supremo Tribunal Federal (STF), Senado Federal, Advocacia Geral da União (AGU) e Tribunal Regional Federal da 1ª Região, (TRF1). Esse levantamento bibliográfico foi capaz de revelar também que as Autoridades Monetária e de Defesa da Concorrência negociaram, pelo menos em dois momentos distintos, como deveriam ser os procedimentos de cooperação em casos que envolvessem fusões e aquisições de instituições financeiras de grande porte.

Assim, a pesquisa documental revelou que em agosto de 2005 ocorreu a assinatura de um convênio de cooperação técnica que representou uma primeira tentativa de articular as iniciativas entre as duas Autarquias, sobretudo no que diz respeito a troca de informações e realização de estudos técnicos conjuntos sem que, nesse documento, ficasse explícita a quem

caberia a última palavra em atos de concentração e outras decisões que pudessem influenciar negativamente o ambiente concorrencial no setor.

A administração deste conflito potencial ganhou um novo episódio em 2018, após a assinatura de um Memorando de Entendimento entre os presidentes dos dois Órgãos, fixando as regras de cooperação entre eles, mas confirmando, desta feita, que o BCB poderia aprovar unilateralmente processos que envolvam fusões e aquisições de instituições financeiras, sempre que (CADE/BCB, 2018, página 3)²⁹ “aspectos de natureza prudencial indiquem haver riscos relevantes e iminentes à solidez e à estabilidade do SFN”.

O levantamento documental revelou também que o CADE judicializou o debate acerca das competências das duas autarquias. Assim, em questionamentos suscitados pelo órgão de defesa da concorrência foram identificadas manifestações formais realizadas pela Advocacia Geral da União (AGU), pela Controladoria Geral da União (CGU) e pelo Superior Tribunal Federal (STF) que confirmaram ter o BCB a palavra final nos processos de fusão e aquisição de instituições financeiras, conforme sempre advogou este último. O detalhamento destes confrontos jurídicos está apresentado na seção 3.6, adiante.

Retornando ao caso do Unibanco, a pesquisa documental em revistas e jornais especializados revelou que ao longo do ano de 2008, esse banco foi alvo de boatos crescentes acerca das fragilidades de seus balanços. Em dois dias de setembro as ações do Unibanco chegaram a perder 22% de seu valor. A fusão entre o Itaú e o Unibanco foi então anunciada na semana seguinte e aprovada pelo Banco Central em menos de quatro meses. A nota emitida pela Autoridade Monetária esclarecia que (BCB, 2009, p. 1):

O Banco Central concluiu em sua análise que a associação entre os dois conglomerados apresenta características sistemicamente importantes, uma vez que envolve duas instituições de grande porte, com ampla atuação no território nacional e presença em todos os mercados de produtos financeiros no atacado e varejo. **Trata-se de iniciativa que contribui para a solidez do Sistema Financeiro Nacional na atual conjuntura do mercado financeiro internacional. (grifo nosso)**

Em meio a um ambiente de grande turbulência interna e externa é possível supor que caso a fusão não fosse anunciada e aprovada de forma célere, a instituição poderia ser liquidada

²⁹ Memorando de Entendimentos Relativo aos Procedimentos de Cooperação na Análise de Atos de Concentração Econômica no Sistema Financeiro Nacional (2018).

extrajudicialmente ou, na melhor das hipóteses, ser submetida ao chamado Regime de Administração Especial Temporária (RAET). Nesses casos, a Autoridade Monetária afasta os administradores da instituição, nomeia um interventor que terá como missão inicial defender os interesses de clientes e de credores em geral. Cabe ao interventor, ainda, avaliar a possibilidade de que a instituição continue a operar, após resolvidos os problemas de fluxo de caixa. Uma vez saneada, o passo seguinte seria a venda a outros participantes ou até mesmo a devolução aos seus acionistas originais. No caso do Unibanco, a adoção de qualquer das duas soluções – liquidação extrajudicial ou implementação do RAET – poderia desencadear uma corrida bancária de efeitos imprevisíveis sobre a estabilidade do Sistema Financeiro Nacional.

Ainda no que diz respeito aos esforços de pesquisa, convém mencionar que algumas entrevistas disponíveis na página do Banco Central no Youtube também se mostraram fontes importantes para este ensaio. Em várias delas, os depoimentos dos diretores da instituição deixaram transparecer um esforço da Autoridade Monetária no sentido de buscar o equilíbrio entre medidas de caráter microprudencial – que em geral ampliam as barreiras à entrada - e aquelas destinadas a promover a difusão de novas tecnologias. A regulamentação dos Sistemas Financeiros Abertos (*Open Finance*) e das *Fintechs* de Pagamentos e de Crédito são dois exemplos de inovações regulatórias claramente alinhadas aos objetivos de estimular o aumento na concorrência no setor

Por fim, merece especial destaque, entre os documentos pesquisados, o relatório “*Balancing Prudential Regulation and Competition Considerations In Banking*” produzido pela OCDE, ao final de 2025. Este estudo apresenta uma série de argumentos em favor da construção de um ambiente cooperativo entre as autoridades que atuam na preservação da estabilidade financeira e aquelas responsáveis pela defesa da concorrência. Baseado em um conjunto amplo de estudos técnicos, o texto sugere que níveis mais elevados de concorrência nos mercados podem gerar efeitos líquidos positivos sobre a estabilidade financeira³⁰.

Nessa linha, argumentam que mercados contestáveis expandiriam tanto a qualidade, quanto a diversidade dos serviços financeiros. Ao garantir que as oportunidades para novos entrantes permaneçam viáveis e que os caminhos de saída tenham segurança jurídica, a contestabilidade

³⁰ OCDE (2025). *Balancing Prudential Regulation and Competition Considerations In Banking*, OECD Roundtables on Competition Policy Papers, No. 329

mantém a pressão competitiva sobre os incumbentes. Ajuda, portanto, a disciplinar o poder de mercado e a estimular a realização de investimentos em novas tecnologias que aumentem a produtividade do setor.

Em síntese, o relatório da OCDE defende a ideia de que concorrência tende a reforçar a resiliência dos mercados, ao exigir que os incumbentes tenham modelos de negócio e estruturas de governança mais robustos o que, juntamente com uma supervisão prudencial eficaz, podem ajudar a conter a tomada excessiva de riscos por parte dessas instituições.

Estudos empíricos realizados pelo Departamento de Estudos e Pesquisas do Bacen, reforçam parte das conclusões apresentadas no relatório da OCDE, ao analisarem o comportamento do mercado de crédito no Brasil, após alguns episódios de aumento da concentração da oferta de produtos associados a este mercado.

A Nota Técnica nº 54 “Competição bancária e eventos de fusão e aquisição: evidência do crédito para pessoa física” utiliza modelos econométricos para avaliar os eventuais impactos sobre volumes e taxas das operações de crédito destinadas às pessoas físicas, decorrentes de processos de fusão e aquisição envolvendo instituições financeiras com atuação em todo território nacional. O exercício é realizado por município e apura resultados por quatro tipo de modalidades de crédito: pessoal consignado, pessoal não consignado, aquisição de veículos e cheque especial, num horizonte temporal de 12, 24 e 36 meses após os eventos de fusão e aquisição. As correlações variam em função das modalidades, mas a conclusão final do estudo é a de que:

Observa-se redução do volume do crédito, do número de operações e de clientes nas modalidades de crédito pessoal consignado e para aquisição de veículos. No caso da modalidade de crédito pessoal não consignado, ocorre redução relativa de volume somente para o horizonte de 36 meses. As taxas de juros de todas as modalidades estudadas apresentam aumentos relativos em todos os horizontes. (BCB, 2021, p. 5)

A partir dos documentos acima mencionados, pode-se concluir que o debate sobre regulação prudencial, atos de concentração e seus efeitos sobre a concorrência no setor financeiro deve ser olhado por diversas perspectivas. Visando dar um embasamento conceitual a esse debate, a próxima seção traz uma revisão da literatura econômica que discute o papel e o comportamento dos bancos, buscando responder a seguinte pergunta: o que há de peculiar no funcionamento dos sistemas financeiros que acaba por exigir um modelo de regulação que

é único, se comparado às demais atividades produtivas, e que pode provocar efeitos deletérios sobre os níveis de competição no segmento?

Caso essa pergunta seja formulada aos banqueiros centrais de todo mundo a resposta seria unânime: é imperativo que as firmas bancárias estejam sujeitas a um conjunto de exigibilidades financeiras e de regras de governança que limitem suas capacidades de alavancagem e de assunção de riscos. Portanto, parte relevante da arquitetura regulatória desenhada pelas entidades transnacionais de regulação e supervisão financeira tem como principal objetivo tentar limitar a tendência de que assumam riscos excessivos, comportamento que é típico destas instituições. Em outras palavras, evitar que a incapacidade de honrar suas obrigações interrompa o funcionamento da complexa cadeia de pagamentos e recebimentos que une participantes de perfis e portes variados, além de múltiplas jurisdições.

Por esse motivo, as instituições financeiras precisam ter autorização formal e capacidade financeira e operacional para estruturar operações de crédito, administrar recursos de terceiros ou mesmo manejar instrumentos de pagamentos. Em contrapartida, são obrigadas a cumprir um conjunto rigoroso de exigências, incluindo volumes elevados de patrimônio compatíveis com os riscos de suas carteiras, capital mínimo de entrada, coeficientes de liquidez, limites de diversificação de riscos, regras de governança, entre outras.

Essas salvaguardas regulatórias, na prática, demandam volumes de recursos financeiros e humanos bastante significativos, o que limita a possibilidade de entrada de novos participantes. Nesse sentido, os reguladores prudenciais mundo a fora possivelmente concordarão com a ideia de que a preservação da estabilidade financeira, da integridade dos mercados e da proteção do consumidor são objetivos superiores, a serem perseguidos pelas Autoridades Monetárias frente à promoção da competição no segmento.

3.5 Revisão da literatura: regulação prudencial e concorrência

Quando se discute o papel dos sistemas financeiros nas economias capitalistas modernas há uma hipótese, que é aceita pela maioria das correntes do pensamento econômico, de que as instituições bancárias, por operarem os sistemas de pagamentos e por serem responsáveis

pela emissão de moeda escritural, necessitam de uma regulação específica que mitigue o risco da ocorrência de crises sistêmicas.

Autores ligados a tradição minskyana sugerem que nas fases expansionistas dos ciclos econômicos as empresas tendem a reduzir suas réguas de risco, em função do clima de otimismo que se espalha pela economia. Nesse sentido, Paula e Junior³¹ apontam um aparente paradoxo que marcaria essas conjunturas. Segundo eles:

[...] a percepção de risco (microeconômico) e a fragilidade (macroeconômica) da economia caminham em sentidos opostos. Isto ocorre porque quando a economia está em processo de crescimento, os agentes (empresas financeiras e não-financeiras) tendem a diminuir suas margens de segurança. (Paula; Junior, 2019, p. 138)

As firmas bancárias não são diferentes. Ao perceberem que seus clientes estão obtendo bons resultados em seus negócios e conseguindo saldar suas obrigações financeiras, reduzem as margens de segurança na estruturação de suas operações ativas, aceitando riscos cada vez maiores. Com este comportamento expandem seus portfólios de crédito e sancionam a demanda por financiamento das unidades familiares e das empresas. Este comportamento otimista provoca naturalmente a fragilização de seus balanços e pode resultar na quebra da instituição.

A atuação dos reguladores, nesse contexto, deve fixar normas de comportamento das firmas bancárias de forma a evitar que elas assumam posições cada vez mais especulativas. Assim, Torres e Martins (2020)³² apontam que:

A regulação financeira seria assim a 'imposição de limites à livre escolha das instituições financeiras quanto à alocação e aos custos dos recursos que administram' (Hermann, 2011: 408). Ela é adaptada ao objetivo de mitigar a fragilidade financeira e evitar que o aumento da fragilidade sistêmica se materialize em uma grande crise financeira.

³¹ Júnior, A. A. J.; Paula, L. F. R. (2009). Comportamento dos Bancos, Percepção de Risco e Margem de Segurança no Ciclo Minskiano. *Análise Econômica*, 21(39). Disponível em: <https://seer.ufrgs.br/index.php/AnaliseEconomica/article/view/10726>.

³² Torres Filho, E. T.; Martins, N.M (2020). Regulação Financeira em Minsky: Restrição de Sobrevivência, Instabilidade Financeira e Regulação Dinâmica. Texto para Discussão IE/UFRJ nº 004, 2020.

Não é sem motivo, portanto, que uma das áreas mais importantes de uma instituição bancária é aquela que monitora seus níveis de liquidez³³ e de solvência – inclusive em termos intradiários – de tal forma que ela seja capaz de honrar tempestivamente suas obrigações e àquelas em que opera em nome de terceiros. Contratos financeiros são obrigações e direitos que serão liquidados no futuro. Assegurar que não haverá descasamentos entre estes fluxos é o papel essencial das equipes que gerenciam as posições ativas e passivas dos bancos ao longo do tempo, em particular dos chamados Pilotos de Reservas, profissionais responsáveis pelo monitoramento intradiário do caixa do banco.

Isso porque é de se esperar que os clientes provoquem uma corrida bancária, caso suspeitem que sua instituição está assumindo posições excessivamente alavancadas ou especulativas e que poderá não ser capazes de honrar seus compromissos. Crises desta natureza são como profecias autorrealizáveis. Em outras palavras, quando uma instituição bancária perde a confiança de seus clientes – por informações verdadeiras ou meramente pela disseminação de boatos quanto a sua solidez – possivelmente terá problemas de liquidez que serão tão maiores quanto maior for o nível de desconfiança. Credibilidade, portanto, é o maior ativo que uma instituição precisa ter. Essa credibilidade, por sua vez, é afetada significativamente pelo nível de adesão aos parâmetros e coeficientes regulatórios que são permanentemente monitorados por seus pares.

Outra peculiaridade da atividade bancária resulta do fato de que a quebra de uma instituição pode levar a insolvência de outras pelos efeitos de encadeamento mencionados anteriormente. Em situações de corrida bancária a crise de desconfiança pode se generalizar, atingindo instituições financeiramente saudáveis, com efeitos deletérios sobre a liquidez e, conseqüentemente, sobre os preços dos ativos.

O debate teórico sobre o papel dos bancos nas economias capitalistas reconhece ainda que estas firmas estão constantemente introduzindo inovações financeiras visando o desenvolvimento de novos produtos e serviços que alavanquem suas operações ativas e passivas ou que busquem arbitrar os limites estabelecidos pela arquitetura regulatória. Que impactos essas inovações têm na estabilidade do sistema financeiro? Que papel tem a

³³ Há diversas definições para o termo liquidez. Para fins deste ensaio o termo pode ser “traduzido” de forma simples como a capacidade dos ativos financeiros de se transformarem em moeda.

regulação e a supervisão no sentido de mitigar os riscos que podem emergir pela introdução de tecnologias que alterem o ambiente concorrencial neste segmento? Segundo Minsky (1994):

Financial institutions and usages change as a result of innovation by profit seeking entrepreneurs, legislation that enacted in response to perceive shortcomings of the financial structure, and decisions made by regulators and supervisors as they carry on their functions.

Nesse sentido, as respostas a estas duas últimas indagações podem ser obtidas pela combinação das contribuições teóricas propostas pelos economistas Joseph A. Schumpeter e Hyman Minsky. Ainda que o foco principal de atenção nas obras dos dois autores não seja o mesmo, há um elemento central que os une: trata-se do papel fundamental que os bancos desempenham em economias capitalistas como provedores de recursos aos agentes econômicos responsáveis pelos investimentos produtivos e em inovações.

Ao contrário do que sugerem as abordagens mais convencionais, a firma bancária desempenha um papel muito mais relevante do que apenas servir de intermediária entre agentes superavitários e deficitários. São, na verdade, administradores dinâmicos de suas posições ativas e passivas, criando “do nada” poder de compra novo que vai ser utilizado para financiar as decisões capitalistas de investimentos. São estas decisões que estão na raiz do processo de desenvolvimento econômico. Estudos empíricos como os realizados por King e Levine, confirmam a existência de uma significativa correlação entre desenvolvimento financeiro e crescimento econômico. Segundo eles (1993, p. 18):

Schumpeter must be right: Financial development is positively associated with both the investment rate and the rates of economic growth. Each measure has efficiency with which economies use capital.

Ao longo de sua rica produção teórica, Schumpeter centra seus esforços em cunhar uma explicação de como as decisões dos empresários inovadores afetam a dinâmica econômica. O investimento em inovações, como o desenvolvimento de novos produtos, mercados, métodos de produção, matérias-primas ou mesmo a introdução de um novo modelo de organização da indústria, teria a capacidade de romper o fluxo circular walrasiano. Segundo ele (TDE, 1934): “O desenvolvimento [...] é uma mudança espontânea e descontínua nos canais do fluxo,

perturbação do equilíbrio [...] no sentido que lhe damos é definido então pela realização de novas combinações”.

A empresa inovadora será recompensada por seus investimentos em novas combinações, que são intrinsecamente mais arriscadas, pela obtenção de lucros extraordinários, em particular enquanto suas inovações não forem imitadas por outros empresários.

Neste modelo os bancos têm um papel fundamental já que são eles que vão criar o poder de compra novo que vai financiar os projetos inovadores. Schumpeter sugere que os resultados acumulados pelos empresários ao longo do tempo não serão suficientes para manter o funcionamento das engrenagens produtivas e ainda financiar as novas combinações. Os bancos aumentam a capacidade de dispêndio da sociedade “do nada”. Ou seja, seu papel vai além de intermediar o poder de compra existente acumulado no processo de desenvolvimento anterior.

As decisões quanto a criação de novo poder de compra são tomadas em um ambiente de incerteza não probabilística quanto ao retorno de suas aplicações, assumindo-se dessa forma uma perspectiva keynesiana em relação à composição dos portfólios dos bancos e suas preferências pela liquidez.

Neste ponto as contribuições teóricas de Schumpeter e Minsky se encontram e conformam um marco analítico que ajuda a explicar o comportamento da firma bancária e seu papel essencial na dinâmica capitalista. De um lado, como elemento indutor da expansão econômica, o que é comum aos dois autores. De outro, como fonte de instabilidade financeira, a medida em que flexibilizam as margens de segurança na gestão de seus balanços e decidem aceitar riscos crescentes, “empolgados” pela conjuntura favorável.

A frustração das expectativas “empolgadas”, que pode ter início, entre outros motivos, pela elevação dos níveis de inadimplência das empresas, desencadeia uma crise de confiança cuja extensão dependerá do quão alavancados os bancos estejam. Nos casos mais radicais – a exemplo da crise de 2008 - podem resultar em corridas bancárias, deflação radical dos preços dos ativos, empocamento de liquidez, interrupção temporária dos sistemas de pagamentos com efeitos deletérios sobre o funcionamento da economia real.

Trata-se, assim, de aceitar que as decisões das firmas bancárias estão sujeitas à Hipótese de Instabilidade Financeira, desenvolvida por Minsky (1982). Em outras palavras, que os bancos tendem a subestimar os riscos de sua atividade toda a vez que a economia estiver em expansão. À medida em que cresce a demanda dos empresários por financiamento na fase expansiva do ciclo, os bancos reduzem suas margens de segurança, realizando operações ativas cada vez mais ousadas. Nos casos limites – batizado por Minsky como situação Ponzi – as perspectivas de fluxo caixa dessas instituições passam a indicar uma situação iminente de insolvência.

Os riscos são ainda mais intensos quando se trata do financiamento a investimentos voltados a pesquisa e inovação. Projetos com essas características demandam volumes significativos de capital e têm prazos de maturidade mais elevados. Outra característica que os torna mais arriscados é o fato de que não permitem a modelagem de um fluxo de caixa uma vez que o resultado da pesquisa é incerto. Podem não se mostrar viáveis economicamente.

A atividade bancária é um segmento em que os níveis de riscos se alteram drasticamente de um momento para outro, seja pelas decisões relacionadas a própria gestão de ativos e passivos, seja em função da volatilidade dos dois principais preços da economia: as taxas de juros e de câmbio. Por isso as atividades de regulação e supervisão exercidas pelas Autoridades Governamentais precisam ser constantemente revisitadas de forma a cumprirem o papel permanente de avaliar se os riscos visíveis estão corretamente aferidos e mitigados. Precisam estar atentas, também aos que ainda estão encobertos.

Assim, uma indagação que é tema permanente da agenda dos encontros de reguladores financeiros mundiais é: quais são riscos emergentes que não ainda não estão mitigados pela regulação prudencial e que podem estar na origem da próxima crise?

Essa visão de que a regulação financeira precisa ser dinâmica, capaz de antecipar os riscos que estão por vir não é, entretanto, consensual na literatura econômica. Há autores que se debruçaram sobre o tema da Regulação Econômica e que compartilham da ideia de que a atuação pública neste campo deve ter como objetivo promover a convergência entre os efeitos das decisões privadas e os interesses coletivos.

Dito de outra forma, a intervenção do Estado no mundo dos negócios só deveria ocorrer quando a prevalência dos interesses individuais não resultarem no maior nível de bem-estar

possível para todos. Ou seja, situações em que se verifiquem a existência das chamadas Falhas de Mercado. Veljanovsky (2010), classifica essa Falhas em quatro grandes grupos: Poder de Mercado, Externalidades Negativas, Escolha Adversa e Assimetria de Informações.

Um exemplo prático desta visão, aplicada no âmbito da regulação bancária, está contido no pilar III do Acordo de Basileia em sua segunda revisão, denominado Disciplina de Mercado. Esta inovação regulatória foi implementada no Brasil a partir de 2004 e determina que os bancos tornem públicas uma série de informações relacionadas à sua saúde financeira (volumes de capital regulatório, índices de alavancagem e liquidez, níveis de risco entre outras). A hipótese por trás destas exigências é a de que ao reduzir as assimetrias de informação, os clientes e investidores ganham a capacidade de avaliar a estabilidade financeira das instituições com quem estão operando. A necessidade de dar transparência a seus indicadores incentivaria a adoção de práticas bancárias mais seguras³⁴.

Há, ainda, interpretações que contestam a existência de uma relação direta entre regulação e resiliência do mercado financeiro. Os críticos de esquemas mais rígidos argumentam que quanto maiores forem as restrições, mais ousados serão os bancos em procurar possibilidades de arbitragem regulatória, seja operando em áreas cinzentas não cobertas claramente pelas normas, seja optando por jurisdições onde as regras de observância são menos restritivas. Llewellyn (1996) elenca uma série de motivos pelos quais a regulação financeira deve apenas tentar corrigir as Falhas de Mercado. Segundo ele uma abordagem inflexível da regulação, baseada em um conjunto detalhado de regras, tem o efeito de impedir que as empresas escolham a maneira mais econômica de atender aos objetivos regulatórios. Este comportamento pode inibir a inovação financeira.

Assim, respondendo à pergunta que abre esta seção, a preservação da estabilidade financeira, da integridade dos mercados e a proteção da poupança dos clientes seriam objetivos superiores, a serem perseguidos pelas Autoridades Monetárias, se comparado a promoção da competição no segmento. Esta é a percepção dos principais bancos centrais do planeta, que após a crise de 2008, criaram o *Financial Stability Board* - FSB, entidade cuja missão principal é a de sugerir iniciativas regulatórias e de supervisão capazes de reduzir o risco de ocorrência

³⁴ A esse respeito ver: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/recomendacoesbasileia>.

de crises como a vivenciada após a quebra do Lehman Brothers. Dessa forma, segundo o FSB (2021)³⁵:

In the field of financial regulation, social objectives such as financial stability, market integrity or consumer protection take precedence **over favouring competition in financial services markets (grifo nosso)**. Moreover, only a minority of financial regulators have a mandate to foster competition and, when they do, as in the case of the Bank of England's Prudential Regulation Authority (PRA), this objective is often subordinated to the primary mission of keeping banks safe and sound.

Portanto, o papel central desempenhado pelos bancos comerciais nas economias capitalistas modernas, associado a existência do chamado risco sistêmico são os dois principais argumentos utilizados para justificar o protagonismo dos bancos centrais nas decisões que possam, de forma colateral, provocar efeitos anticompetitivos no setor.

Nesse contexto, a regulação prudencial adotada pelas autoridades monetárias pode ser entendida como um conjunto de obrigações a que estão sujeitas as instituições financeiras e cujo objetivo é torná-las progressivamente mais capazes de enfrentar os riscos de diversas naturezas que se originam quando estruturam operações ativas e passivas, dentro ou fora de seus balanços. O Acordo de Basileia baseado em três pilares, estabelece requisitos para reduzir o risco de insolvência das instituições financeiras e evitar que a falência de agentes importantes cause paralisação do sistema financeiro. Esta é uma característica exclusiva dos sistemas financeiros modernos.

Assim, por exemplo, se uma empresa do setor farmacêutico entra em falência seus funcionários e fornecedores certamente enfrentarão sérios problemas para receber seus direitos. Entretanto, para as demais empresas do segmento este episódio poderá ser até benéfico na medida em que abre espaço para um eventual aumento de suas respectivas fatias de mercado.

Já no caso da atividade bancária a quebra de uma instituição em função da incapacidade de honrar seus compromissos pode levar a insolvência de outras pelo chamado efeito dominó. Goodhart (1988, página 21) alerta que crise de desconfiança desencadeada pela quebra de

³⁵ **Financial Stability Board – FSB (2021)**, Occasional Paper 17: Fintech Regulation: how to achieve a level playing field.

uma instituição sistemicamente importante pode se alastrar, atingindo outros participantes financeiramente saudáveis. Segundo ele³⁶:

Rumors concerning an individual bank's financial condition [can spread] if the distressed institution is large or prominent; the panic can spread to other banks, with potentially debilitating consequences for the economy as a whole. (Goodhart, 1998)

Em resumo, portanto, a possibilidade de que uma crise iniciada no setor financeiro possa se espalhar para a economia real é o principal argumento utilizado pelos Bancos Centrais mundo a fora para justificar o protagonismo dessas instituições nas decisões que envolvam atos de concentração.

Estudo divulgado em 2025 pela Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) traz para este debate alguns questionamentos relevantes³⁷. Em primeiro lugar contesta a percepção comum de que mercados financeiros em que a concorrência é mais acirrada se tornam necessariamente mais arriscados. Esta causalidade estaria fundamentada na hipótese de que seus participantes, para enfrentarem eventuais reduções em suas margens, em função da maior pressão competitiva, tenderiam a flexibilizar suas políticas de gerenciamento de riscos. Isto significaria, por exemplo, reduzir a imposição de garantias na estruturação de operações destinadas a seus clientes ou adotar níveis de alavancagem mais elevados.

O estudo da OCDE faz uma resenha de uma série de trabalhos empíricos que relativizam a consistência desta hipótese e sugerem que a concorrência pode apoiar a estabilidade quando aliada a salvaguardas prudenciais adequadas. Assim (OCDE, 2025, p. 10):

Schaeck *et al.* (2009) mostram, utilizando dados de quarenta e cinco países, que a concorrência reduz a probabilidade de uma crise e que o tempo entre crises é maior em um ambiente mais competitivo. Outros estudos confirmam que a concorrência pode aumentar a estabilidade sistêmica e que um mercado mais competitivo pode caminhar lado a lado com um nível menor de risco bancário (Shehzad e de Haan, 2009); (Anginer et al., 2019); (Kick e Prieto, 2013).

Especificamente em relação aos mercados de empréstimos, o referido estudo indica – baseado em testes empíricos – que ambientes menos competitivos tendem a operar com taxas de juros mais elevadas para os tomadores. Adicionalmente, sugere que taxas de juros menos elevadas – em princípio praticadas em mercados mais competitivos – reduziriam o grau de

³⁶ Goodhart, Charles et al. (1988), *Financial Regulation: Why, how and where now*. Rutledge in Association with Bank of England

³⁷ OECD (2025). *Balancing Prudential Regulation and Competition Considerations In Banking*, OECD Roundtables on Competition Policy Papers, No. 329

inadimplência dos tomadores. Consequentemente, em ambientes mais concentrados, o risco de crédito das carteiras dos bancos tenderia a ser maior do que nos mercados que operam com níveis de concorrência mais elevados. Em outro estudo publicado em 2011³⁸, a OCDE já defendia a ideia de que mercados dominados por grandes instituições intensamente interconectadas estão mais sujeitos a ocorrência de crises sistêmicas. e, casos mais graves, atingindo inclusive, firmas de outros segmentos da atividade econômica.

Carteiras com maior risco de crédito podem levar a quebra de instituições financeiras, sobretudo naquelas em que os sistemas de gerenciamento de riscos subestimem algumas fragilidades financeiras, como às que emergem do descasamento de prazos entre as operações de captação e de empréstimos ou ainda por uma calibragem inadequada dos limites de diversificação de contrapartes. Portanto taxas de juros mais baixas, se não estiverem associadas a políticas adequadas de gestão de risco, não necessariamente reduzem a probabilidade de inadimplência dos tomadores de crédito.

A próxima seção do ensaio vai discutir os aspectos legais envolvendo a existência do conflito de competências do CADE e do Banco Central Brasil. A análise inclui os dois memorandos de entendimento assinados pelos presidentes das duas Instituições em 2005 e 2018, bem como as manifestações legais de diversas instâncias do Judiciário sobre esse tema.

3.6 O debate legal no Brasil

A discussão acerca das fronteiras que separam as áreas de atuação do CADE e o BCB foi alvo de várias manifestações formais do Poder Público em resposta a questionamentos levantados pelo CADE e como consequência da ocorrência de alguns episódios emblemáticos envolvendo grandes instituições que se fundiram ao amparo da decisão do Banco Central – como foram os casos do Bradesco/BCN e Itaú/Unibanco.

Nesse sentido, vale mencionar, inicialmente, o parecer da Advocacia Geral da União (AGU), publicado em 2001, que reconhece a competência prioritária do Banco Central para analisar e aprovar os atos de concentração de instituições integrantes do Sistema Financeiro Nacional

³⁸ OCDE (2011), Competition Issues in the Financial Sector: Key Findings, OCDE Publishing.

(SFN). Além disso, este parecer confirma a competência do BCB para regular as condições de concorrência entre elas e aplicar-lhes as penalidades cabíveis.

Em 2009, o CADE solicitou a AGU uma revisão do parecer de 2001, alegando que o quadro institucional e a literatura especializada sobre a questão teriam evoluído significativamente, na direção de sugerir uma divisão mais equânime de responsabilidades entre as duas esferas decisórias. Entretanto, a AGU não acolheu esses novos argumentos acabando por reiterar o entendimento anterior. Ainda neste mesmo ano, o CADE recorreu desta decisão e, uma vez mais, a AGU confirmou o que havia decidido em 2001.

Registre-se, ainda, a sentença exarada pelo Ministro Dias Toffoli, do Supremo Tribunal Federal em recurso impetrado pelo CADE, contestando acórdão proferido pelo Superior Tribunal de Justiça – STJ, envolvendo a aquisição do Banco de Crédito Nacional (BCN) pelo Bradesco. Nesta decisão, o STJ explicita, literalmente, o entendimento de que (Brasil, 2014: “Os atos de concentração, aquisição ou fusão de instituição relacionados ao Sistema Financeiro Nacional sempre foram de atribuição do BACEN, agência reguladora a quem compete normatizar e fiscalizar o sistema como um todo” e: “O Sistema Financeiro Nacional não pode subordinar-se a dois organismos regulatórios”).

O caso Bradesco/BCN foi particularmente emblemático no debate sobre as competências desses dois órgãos, uma vez que o CADE havia aplicado uma multa ao Bradesco alegando que pelas características da operação ela deveria ter sido submetida também à Autarquia. O Banco recorreu desta punição e o STF, em decisão final, cancelou a aplicação da multa.

Todas as sentenças sobre esta temática fazem remissão a Lei 4.595, de 31/12/1964, que regulamenta o funcionamento do Sistema Financeiro Nacional. Em seu artigo 18, parágrafo 2º, a norma determina que o Banco Central do Brasil, no exercício da fiscalização que lhe compete também, “regulará as condições de concorrência entre instituições financeiras, coibindo-lhes os abusos com a aplicação da pena nos termos desta Lei” (Brasil, 1964).

Note-se que a Autoridade Monetária Nacional tem como missão institucional garantir a estabilidade do poder de compra da moeda, zelar por um sistema financeiro sólido, eficiente e competitivo, e fomentar o bem-estar econômico da sociedade. As diversas manifestações legais e os votos proferidos pelo Banco Central do Brasil em relação aos processos de fusões e aquisições de instituições financeiras não deixam qualquer dúvida quanto ao entendimento

da Autarquia de que é sua a competência exclusiva de aprovar estes processos, inclusive no que diz respeito aos potenciais impactos concorrenciais. O texto a seguir foi extraído do voto 169/2018 proferido pela Diretoria do Banco Central acerca da aquisição de parte do controle societário da XP Investimentos, pelo Itaú.

Ressalto que a competência para decidir sobre os atos de concentração cuja análise indicar que a operação acarreta impactos relevantes na concorrência do Sistema Financeiro é deste Colegiado (composto pelo Presidente e Diretores da Autarquia). (Banco Central do Brasil, 2018)

Cabe notar, neste exemplo, que o argumento da estabilidade sistêmica não foi utilizado pelo BCB na medida em que a XP Investimentos não apresentava qualquer indício de fragilidade financeira. Ao contrário, a Corretora poderia eventualmente ser equiparada a uma empresa *maverick*³⁹, já que sua atuação vinha revolucionando os canais de atendimento aos clientes e os serviços de distribuição de produtos de investimentos, sobretudo pela eliminação de alguns custos para os clientes, como foi o caso das taxas de corretagem nas operações de renda variável.

Neste caso, o voto do BCB estabeleceu uma série de condicionantes e de remédios para que a compra se consumasse. O mesmo ocorreu com o Acordo em Controle de Concentrações (ACC) publicado pelo CADE. Uma análise destes dois documentos revela abordagens e preocupações bastante distintas, ainda que os métodos de avaliação adotados nos dois documentos fossem semelhantes. Assim, por exemplo, há uma evidente diferença na identificação dos mercados relevantes. Enquanto o Banco Central parece mais preocupado em analisar os efeitos anticompetitivos produto a produto (renda fixa, variável, fundos de investimentos etc.), a preocupação do CADE foi mais focada no funcionamento dos mecanismos de distribuição após a aquisição pelo Itaú (papel dos agentes autônomos e funcionamento das plataformas multiprodutos).

Ainda que seja possível encontrar uma “certa” complementariedade entre os votos, este parece ser um caso típico em que uma discussão mais equilibrada entre a Autoridade Monetária e o CADE poderia ter provocado um resultado melhor pela ótica da concorrência e,

³⁹ Segundo o Guia para Análise de Atos de Concentração Horizontal: “Mavericks são empresas com um baixo custo de produção e uma baixa precificação que força os preços de mercado para baixo ou empresas que se caracterizam por sua inventividade e estimulam a permanente inovação no segmento em que atuam. Nesse sentido, sua presença independente no mercado pode disciplinar os preços das empresas com maior market share” (CADE, 2016, p. 51).

possivelmente, mais fácil de ser implementado pelas duas instituições e monitorado pelas autoridades.

Á título de exemplo, o voto publicado pelo BCB fixa uma multa máxima de R\$ 2,5 bilhões pelo eventual descompromisso dos termos fixados no Acordo, sem detalhar como esse valor se desdobra por tipo de falha. Estabelece ainda que as exigibilidades serão fiscalizadas por unidades internas da Autarquia. Já o documento do CADE detalha as inconformidades que podem provocar a aplicação de multas diárias específicas sem, entretanto, deixar público seus valores financeiros, mas obrigando as duas instituições a contratarem um “Trustee de Monitoramento” a quem caberá acompanhar a execução do ACC.

Como mencionado anteriormente, é a Lei Ordinária 4.595/64 que estabelece o papel do Banco Central como gestor do Sistema Financeiro Nacional. Já as competências do CADE e a forma como está estruturado o Sistema Brasileiro de Defesa da Concorrência estão fixados na Lei Ordinária 12.529/11. Seus artigos 88, 89 a 90 estabelecem em que condições as empresas são obrigadas a submeter àquela Autarquia atos de concentração, não excetuando dessa obrigação pessoas jurídicas vinculadas a qualquer atividade econômica específica. Cabe aqui registrar que ambas são leis ordinárias, não havendo, portanto, qualquer hierarquia formal de aplicação entre elas.

Os dois Guias publicados pelo CADE – Remédios Antitruste e Atos de Concentração Horizontal – além de informações disponíveis no site da Autarquia reiteram o entendimento de que a autarquia tem competência para atuar em casos que envolvam instituições financeiras. Assim, por exemplo, na lista de perguntas e respostas disponíveis em seu site o CADE esclarece que⁴⁰:

Devem ser notificados ao CADE os atos de concentração, em **qualquer setor da economia**, em que pelo menos um dos grupos envolvidos na operação tenha registrado faturamento bruto anual ou volume de negócios total no Brasil, no ano anterior à operação, equivalente ou superior a R\$ 750 milhões, e pelo menos um outro grupo envolvido na operação tenha registrado faturamento bruto anual ou volume de negócios total no Brasil, no ano anterior à operação, equivalente ou superior a R\$ 75 milhões (**grifo meu**). (Conselho Administrativo de Defesa Econômica, [s.d.])

⁴⁰ CONSELHO ADMINISTRATIVO DE DEFESA ECONÔMICA. **Qualquer ato de concentração deve ser analisado pelo Cade?** Brasília, DF: CADE, [s.d.]. Disponível em: <https://www.gov.br/cade/pt-br/aceso-a-informacao/perguntas-frequentes/perguntas-sobre-atos-de-concentracao-economica>. Acesso em: 17 jan. 2024.

Na verdade, como apontado anteriormente, ao longo da primeira década dos anos 2000, ocorreram uma série de questionamentos patrocinados pelo CADE envolvendo casos concretos, a exemplo da multa que é atribuída pela Autarquia ao Bradesco por intempestividade na operação que envolvia a aquisição do BCN.

A Lei 4.595 é de 1964. Portanto, a inclusão de tópicos ligados a concentração econômica nesta norma se explicaria pela inexistência, à época, de uma lei específica para esse fim, realidade que começa a se alterar com a publicação da Lei 8.884 de 1994, que cria o CADE. Gesner de Oliveira (2001) classifica o período (1994/1999) como o da prevalência de um modelo de Isenção Antitruste. Para o ex-presidente do CADE, a atuação da autoridade monetária que levou à eliminação de um grande número de instituições financeiras pode ser justificada pela necessidade de reduzir o grau de vulnerabilidade do Sistema Financeiro Nacional a choques externos. O autor defende então a tese de que (Gesner, 2001, p. 59):

A ausência de participação neste processo da autoridade antitruste parece justificável por duas razões: i) ausência de regulamentação específica que pudesse operacionalizar a Lei 8884/94 para o setor bancário; e ii) natural prevalência da ação da autoridade regulatória na montagem e redesenho do ambiente competitivo.

Gesner, entretanto, aponta que esta deveria ser encarada como uma fase transitória, a ser superada a partir da implementação do modelo de Competências Complementares, mais frequente na experiência internacional, segundo pesquisa feita pelo autor em 21 países da OCDE. Este modelo, além de reduzir o risco de captura⁴¹, tem a vantagem de apresentar menor potencial de conflito entre jurisdições, uma vez que os papéis de cada órgão não se sobrepõem.

Assim, em termos históricos, a urgência em promover a reestruturação do Sistema Financeiro Nacional justificou o poder exclusivo do Banco Central para aprovar de forma célere a fusão ou a aquisição de instituições com graves desequilíbrios financeiros por bancos nacionais ou estrangeiros.

Era o que previam o Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional (PROER) e o Programa e Incentivo à Redução do Setor Público Estadual na Atividade Bancária (PROES). Estes dois programas, instituídos na segunda metade dos anos 90,

⁴¹ Risco de captura pode ser definido como a possibilidade de que a atuação das autoridades de regulação privilegie os interesses dos agentes econômicos por elas supervisionados em detrimento dos interesses da sociedade.

estimulavam a compra de instituições “quebradas” por bancos saudáveis que herdariam os ativos e passivos de boa qualidade e, em contrapartida, garantiriam os direitos dos clientes dessa instituição. Com isso, na interpretação do Banco Central, evitariam o risco de contágio e de descontinuidade do sistema de pagamentos.

No âmbito destes dois programas, mais de 30 operações de fusão e aquisição foram chanceladas pelo BC como, por exemplo, a aquisição do Banespa pelo Banco Santander e do Banerj, pelo Itaú. Em todos os casos o argumento central da Autoridade ao autorizar a realização destas operações era o de que a eventual liquidação de uma instituição do porte desses bancos estaduais teria um custo social maior do que os eventuais benefícios oferecidos às instituições que viriam a adquirir os bancos insolventes. Assim, segundo o BC⁴² :

Uma crise bancária pode ser comparada a um vendaval. A credibilidade é o aspecto de maior relevância para a indústria bancária. Uma corrida aos bancos pode ser resultante da perda de credibilidade de poucos, mas, certamente, em função do efeito dominó, provocará transtornos graves para todos, inclusive nos setores produtivos da economia. Por outro lado, a solução para problemas dos bancos, baseada nos regimes especiais de intervenção, liquidação e administração especial temporária, previstos em lei, resultam em custo social muito mais elevado do que a ação prévia das autoridades, ao promover a transferência de controle das instituições a outras mais eficientes.

A edição do Ato Normativo Conjunto nº 1, em 5 de dezembro de 2018, deu início a um processo de distensionamento nas relações entre as duas autarquias. Este documento dispõe sobre procedimentos em processos administrativos de ato de concentração de instituições financeiras e de controle de condutas de instituições sujeitas à supervisão ou vigilância do Banco Central do Brasil.

O normativo determina que os atos de concentração envolvendo instituições financeiras deverão ser submetidos obrigatoriamente ao BCB e ao CADE, que os examinarão de forma independente. O CADE deverá notificar o BC na hipótese de que sua análise aponte a necessidade de aplicações de condicionantes ou de sanções. O BC, por sua vez, alegando aspectos de natureza prudencial poderá aprovar unilateralmente o ato, circunstância que leva

⁴² Extraído do endereço: <https://www.bcb.gov.br/htms/proer.asp?frame=1> .

o CADE a aprovar a operação sem restrições, com base na análise elaborada pela Autoridade Regulatória.

O quadro 6 apresentado a seguir sistematiza o arcabouço legal que fundamenta a atuação das duas Autarquias. Aponta também os instrumentos que cada uma delas dispõe para que cumpram seus objetivos e missões.

Quadro 6 - Arcabouço Legal, Instrumentos de Proteção à Hígiene do Sistema Financeiro e de Defesa da Concorrência

Dimensões Analíticas	Banco Central do Brasil	CADE
Marco Legal	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Lei Ordinária nº 4.595/1964 ▪ Lei Complementar 179/2021 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Lei 12.529/2011
Natureza da Norma	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Lei Especial (Setorial) 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Lei Geral (Transversal)
Objeto de Proteção	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Assegurar a estabilidade de preços ▪ Zelar pela hígiene e pela eficiência do SFN 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Defender a livre concorrência ▪ Zelar pelo bem-estar do consumidor
Conceitos e Ferramentas	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Capital de entrada e Estrutura de Governança ▪ Patrimônio compatível com o risco das carteiras ▪ Índices de Líquidez e Alavancagem 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Mercado relevante ▪ Concentração e Poder de Mercado ▪ Barreiras a entrada e Rivalidade
Poder de Intervenção	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Autorização para funcionamento ▪ Intervenção e Liquidação Extrajudicial 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Aprovação ou reprovação de atos de concentração ▪ Imposição de remédios
Ferramental Técnico	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Regulação e supervisão bancárias ▪ Monitoramento Prudencial (Acordo de Basileia) 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Teoria do dano ▪ Eficiências x prejuízos ao bem-estar do consumidor
Guias e Regulamentos	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Guia de Atos de Concentração/Comunicado 22.366/12 ▪ Memorando de Entendimento BCB/CADE - fevereiro/18 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Guia Atos de Concentração Horizontal/2016 ▪ Memorando de Entendimento BCB/CADE - fevereiro/18

Fontes: BCB e CADE. Elaboração própria.

A edição da Lei Complementar nº 13.506/2017 foi outro avanço relevante no marco institucional que regulamenta o papel do Banco Central na medida em que definiu infrações, penalidades, medidas coercitivas e meios alternativos de solução de controvérsias aplicáveis às instituições financeiras, às demais instituições supervisionadas pelo BCB e aos integrantes do Sistema de Pagamentos Brasileiro.

No entanto, a lei não retirou a competência do CADE para investigar infrações à ordem econômica. O que se observa na prática recente é uma divisão de tarefas: o CADE foca no controle comportamental de grandes cartéis e práticas de exclusão, enquanto o BCB foca em infrações às normas de câmbio, prudenciais e regulamentares. Essa "divisão de trabalho" repressiva complementa a atuação cooperativa prevista pelo MoU de 2018.

Assim, como apontado anteriormente, o aparato legal e o arcabouço regulatório vigentes até esta data atribuem ao BCB um claro protagonismo no julgamento de atos de concentração envolvendo instituições financeiras, sempre que questões ligadas à estabilidade financeira estiverem em tela de juízo. Esta competência não encontra questionamentos na literatura especializada que trata da regulação bancária e se constitui em uma das principais missões dos Bancos Centrais mundo afora.

Os avanços mais recentes nos marcos legal e infralegal, entretanto, reconhecem que o melhor arranjo institucional nos julgamentos de atos de concentração é aquele que fortaleça a complementariedade do trabalho entre as duas autarquias. Em particular naquelas decisões que tratem da fusão ou aquisição de firmas bancárias de grande porte ou que envolvam uma empresa *maverick*.

Por fim, convém mencionar duas inovações introduzidas no arcabouço regulatório pelo Banco Central do Brasil nos últimos anos que indicam como a questão da eficiência e da concorrência ganhou espaço na agenda da Autarquia. A primeira delas é a criação do Sistema Financeiro Aberto. Esta iniciativa obriga os participantes do mercado financeiro compartilharem com seus concorrentes as informações cadastrais e transacionais de seus clientes, desde que formalmente por eles autorizados.

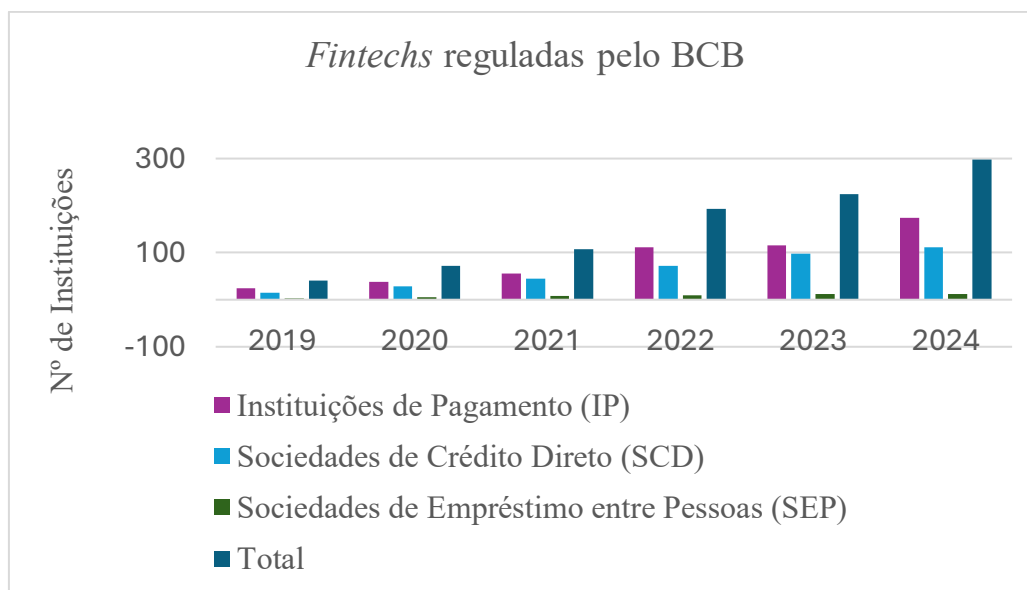
O ambiente digital que foi especialmente desenvolvido especialmente para este fim - chamado de *Open Finance* – registrava ao final de 2025 um total de aproximadamente 155 milhões de

consentimentos ativos, ou seja, autorizações explícitas, voluntárias e temporárias dadas por clientes a instituições financeiras para que compartilhem suas informações.

A regulamentação das *Fintechs* de Pagamentos e de Crédito e a posterior ampliação do espectro de produtos e serviços que estes agentes podem prover foi outra iniciativa do BCB cujo objetivo era primordial era o de ampliar a concorrência com as instituições incumbentes. Esses novos entrantes, formalmente regulados pelo Banco Central do Brasil como Instituições de Pagamentos (IPs), Sociedades de Crédito Direto (SCDs) e Sociedades de Empréstimo entre Pessoas (SEPs), têm pressionado a concorrência em alguns mercados relevantes como o de gestão de contas ou de iniciação de pagamentos.

O Gráfico 9 a seguir revela o crescimento do número destas instituições entre 2019 e 2024. A pesquisa realizada pela *ABFintech*⁴³, com resultados para 2024, indica que o principal desafio de gestão destas empresas é o acesso a base de clientes, que assegurem uma escala mínima de operações. Esta constatação confirma a importância de iniciativas como o *Open Finance* e reforça o poder de concorrência destes novos entrantes. Seus modelos de negócios estão fundamentados no uso intensivo de soluções tecnológicas baseadas no compartilhamento das informações dos clientes de produtos financeiros e no desenvolvimento de interfaces que reduzem custos e que integram vários serviços anteriormente prestados pelos grandes conglomerados financeiros.

⁴³ Ver (https://abfintechs.com.br/wp-content/uploads/2024/09/TL_Fintech_Deep_Dive_2024-VF-20-09.pdf)

Gráfico 9 – Fintechs reguladas pelo BCB

Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração do autor.

De outro lado, a preocupação de que as Fintechs estariam assumindo riscos incompatíveis com seus níveis de patrimônio foi o argumento utilizado pela Autoridade Monetária para elevar significativamente, ao final de 2025, o capital mínimo de entrada para essas instituições. Este movimento foi interpretado como um recuo nos esforços do BCB em aumentar a pressão competitiva sobre os conglomerados bancários.

Na entrevista realizada por ocasião do anúncio dessas medidas⁴⁴, entretanto, os diretores do Banco Central reconheceram que os descontos regulatórios concedidos anteriormente tinham aberto espaço para o surgimento de instituições que assumiam riscos muito elevados na gestão dos serviços que prestavam, incompatíveis com as estruturas de governança e volumes de capital exigidos anteriormente.

Os diretores do BCB foram unânimes em afirmar que os ajustes na regulação não tinham por objetivo inibir a difusão dos modelos de negócios inovadores adotados pelos novos entrantes, nem tampouco atendiam às pressões das instituições já estabelecidas. Segundo eles as alterações anunciadas apenas introduziram no arcabouço regulatório brasileiro o princípio de que atividades idênticas, que tenham riscos semelhantes devem estar sujeitas ao mesmo rol

⁴⁴ BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Coletiva sobre Novas Medidas de Reforço da Segurança do Sistema Financeiro**. YouTube, 4 nov. 2025. 1 vídeo (1h 13min 20s). Disponível em: <https://www.youtube.com/watch?v=x7xQVcE1s4M>. Acesso em: 20 jan. 2026.

de exigibilidades, independentemente do tipo de autorização que dispõem para funcionar. Para fins de apuração do capital mínimo as atividades foram classificadas em quatro modalidades e o custos de entrada para os novos participantes vão depender dos mercados relevantes em que essas instituições desejem operar. Em alguns casos, se elevaram em mais de 8 vezes.

A preocupação da equipe do BCB em refutar a ideia de que essas medidas poderiam desestimular a difusão das novas tecnologias e inibir o surgimento de novos entrantes evidenciam os esforços da Autoridade Monetária em combinar iniciativas que levem a uma ampliação da concorrência no sistema bancário e que ao mesmo tempo mitiguem o risco de que instituições mal capitalizadas representem um aumento dos riscos para o sistema.

3.7 Conclusão

Os Bancos Centrais têm como uma de suas principais missões assegurar a higidez dos sistemas financeiros e, para isso, devem dispor de todos os instrumentos legais que lhes permitam atuar sobre a estrutura dos mercados que supervisionam. Assim, em geral, têm competências para tomar decisões que impactam os níveis de concentração do setor, podendo provocar efeitos deletérios sobre o ambiente concorrencial.

No Brasil, as diversas reformas financeiras introduzidas desde 1994 tinham como um de seus objetivos principais diminuir as fragilidades do Sistema Financeiro Nacional (SFN), cuja estrutura vigente até então havia se mostrado totalmente inadequada para um cenário de inflação sob controle. O Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional (PROER) e o Programa e Incentivo à Redução do Setor Público Estadual na Atividade Bancária (PROES) são dois exemplos típicos de iniciativas regulatórias que visavam aumentar a solidez do SFN, mas que ao mesmo levaram a um nível elevado de concentração no segmento.

O primeiro ensaio desta tese discutiu os efeitos que essas reformas tiveram sobre a funcionalidade do mercado financeiro nacional. Os elevados níveis de concentração estão entre os efeitos adversos que este processo histórico acabou provocando. A falta de

concorrência certamente ajuda a explicar por que são tão altas as taxas de juros praticadas no País.

A virtual eliminação dos ganhos inflacionários e a imposição de exigências mais rigorosas para o funcionamento das firmas bancárias inviabilizaram o modelo de negócios de inúmeras instituições de diversos portes. Em todos esses episódios o Banco Central do Brasil utilizou-se das ferramentas legais e infralegais necessárias para evitar que problemas localizados se transformassem em crises sistêmicas. Assim, em se tratando de casos envolvendo grandes conglomerados, é legítimo defender a ideia de que a Autarquia atue de forma tempestiva e aprove unilateralmente eventuais atos de concentração que resultem em prejuízos ao ambiente competitivo.

Esses casos, porém, estão ficando cada vez mais raros. Entre 2002 e 2024, o BC julgou 127 processos de associação, transferência de controle societário e fusões envolvendo participantes do mercado financeiro de menor porte e de atuação restrita a segmentos específicos que dificilmente representariam qualquer risco a estabilidade do sistema financeiro nacional⁴⁵. Fusões e aquisições responderam por cerca de 3/4 destas operações. Neste universo, 42 instituições atuaram como adquirentes e 92 como adquiridas. Estas decisões, quando elegíveis, foram compartilhadas com o CADE.

O arranjo institucional atualmente vigente permite que as equipes das duas Autarquias trabalhem em conjunto, dividindo tarefas de acordo com suas expertises próprias. Autores como Prado *et al.* (2008) sugerem que o impasse entre a autoridade de supervisão bancária e a autoridade da concorrência pode ser definitivamente superado no Brasil na medida em que prevaleça a percepção de que a ordem econômica deve ser competitiva para ser justa, mas deve ser estável para ser funcional.

Nesse sentido, cabe recordar que tal entendimento foi incorporado no marco legal pela Lei Complementar 179/2021, ao determinar que a estabilidade de preços e a estabilidade financeira são os objetivos primordiais do Banco Central do Brasil, mas a concorrência é um

⁴⁵ Ver: BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Tabela Resumo – Atos de Concentração**. Brasília, DF: BCB, 2021. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/content/estabilidadefinanceira/Organizacao/Tabela_Atos_Concentracao.pdf. Acesso em: 27 set. 2024.

objetivo legal obrigatório. Não há uma exclusão mútua, mas sim uma hierarquia funcional: a estabilidade é o pressuposto para que a concorrência gere benefícios sociais sustentáveis.

Na mesma direção aponta a OCDE, em relatório divulgado ao final de 2025. Segundo a entidade, regras prudenciais bem calibradas, juntamente com uma política de concorrência e de coerção eficazes podem, em conjunto, fomentar a resiliência financeira, a eficiência e a inovação. O documento ressalta a necessidade de que ocorra uma cooperação contínua entre as autoridades prudenciais e de concorrência para garantir que os mercados financeiro e de capitais sejam capazes de produzir benefícios duradouros para seus clientes e para os demais agentes econômicos. O relatório então conclui que (OCDE, 2025, p. 47):

A interação entre a regulação prudencial e a concorrência molda tanto a resiliência quanto a abertura dos mercados bancários. Essas políticas podem ser mais eficazes quando tratadas como complementares, sempre que possível. O diálogo contínuo, regras proporcionais e estruturas coerentes podem ajudar a garantir que as medidas destinadas a salvaguardar a estabilidade também preservem a concorrência e a inovação ao longo do tempo.

Este é certamente o arranjo que deve prevalecer nas relações entre as Autoridades Monetária e de Defesa da Concorrência no Brasil, desde que isto não signifique um eventual enfraquecimento dos princípios da regulação prudencial que possam aumentar as chances de ocorrência de crises sistêmicas. Como evidenciado ao longo deste ensaio, a evolução recente dos marcos legal e infralegal apontam nesta direção. O debate acerca de uma eventual transformação no modelo de regulação vigente no Brasil, analisado no próximo ensaio, abrirá uma nova oportunidade para que estas relações sejam institucionalmente aprofundadas.

4 MODELO SETORIAL OU *TWIN PEAKS*: PERSPECTIVAS E DESAFIOS DA ARQUITETURA REGULATÓRIA NO BRASIL

4.1 Resumo

A Secretaria de Reformas Econômicas anunciou, ao longo de 2024, o apoio do Ministério da Fazenda a um conjunto de micro reformas financeiras. Dentre elas, mereceu destaque a informação de que as autoridades econômicas estavam analisando uma possível alteração no padrão atual da regulação financeira existente no País. Definido na literatura especializada como Modelo Setorial ou Institucional, este padrão seria substituído pelo chamado Modelo de Twin Peaks (ou “Duas Torres”), em tradução livre. Esse ensaio tem como principal objetivo discutir que aprimoramentos podem ser esperados e que riscos podem se materializar, caso esta inovação institucional venha a ser implementada no País.

O debate sobre padrões de regulação financeira encontrado na literatura especializada⁴⁶ sugere que não há um modelo que possa ser considerado teoricamente superior em relação aos demais. Em primeiro lugar, pelo fato de que cada jurisdição tem suas próprias histórias econômica e política, que moldam o ambiente institucional e os arcabouços legal e infralegal, responsáveis por dar contorno ao modelo de regulação existente em cada território nacional.

Assim, visando dar sustentação aos debates sobre uma eventual mudança no padrão de regulação no País, o ensaio faz uma revisão da literatura sobre regulação financeira pretendendo alcançar dois objetivos: i) detalhar as principais características dos quatro padrões de regulação descritos na literatura acadêmica sobre este tema, identificando seus princípios básicos; ii) analisar as especificidades que determinam o contorno do arcabouço regulatório aplicável às instituições bancárias, em especial no que diz respeito às normas prudenciais.

O ensaio faz também uma resenha crítica dos argumentos que têm sido apresentados pelo Governo e por especialistas em regulação financeira e que têm pautado as discussões sobre a eventual necessidade de redistribuir as áreas de atuação das autoridades regulatórias

⁴⁶ Calvo et al. (2018), Financial supervisory architecture: what has changed after the crisis? .

nacionais, concentrando em uma “torre” as políticas de formulação e supervisão das normas prudenciais e, na outra todo o aparato responsável por regular a conduta dos agentes, em ambos os casos independentemente das atividades para as quais estejam licenciados a operar.

Sua contribuição à literatura acadêmica sobre a questão da mudança de padrão regulatório no Brasil consiste em discutir criticamente os poucos argumentos apresentados pelo Governo, que justificariam a adoção de uma mudança institucional tão complexa como essa. Isto não significa afirmar que esses argumentos não sejam relevantes. Na verdade, até se referem a desafios bastante contemporâneos, como, por exemplo, a questão do tratamento prudencial de Intermediários Financeiros não Bancários.

Nesse sentido, o ensaio conclui que a decisão de reformar ou não o padrão de regulação no País precisa considerar questões de natureza política, orçamentária e institucionais. Neste último caso, com a preocupação de que ao final do processo estejam claramente delimitadas as fronteiras de atuação de cada uma das novas autoridades.

Palavras Chaves: Regulação Prudencial; Regulação de Conduta; Modelos de Regulação Financeira.

4.2 Abstract

Throughout 2024, the Secretariat for Economic Reforms announced the Ministry of Finance's support for a set of micro-financial reforms. Among them, the economic authorities' intention to change the current financial regulation standard in the country stands out. Defined in specialized literature as the Sectoral or Institutional Model, this standard would be replaced by the so-called Twin Peaks model. The main objective of this essay is to discuss what improvements can be expected and what risks may materialize if the adoption of this institutional innovation is implemented in the country.

It should be noted, initially, that this debate starts from the premise that, among the four models mapped in specialized literature on financial regulation, none can be considered superior to the others⁴⁷. Firstly, due to the fact that each country has its own economic and

⁴⁷ Calvo et al. (2018), Financial supervisory architecture: what has changed after the crisis?

political history that shaped the institutional environment and the legal and sub-legal architecture responsible for defining the regulation model existing in each jurisdiction. These differences ultimately give rise to financial systems with their own peculiarities. Or, more precisely, with different levels of market diversification, participants, and sophistication of the products and services offered.

Another relevant variable in the construction of the regulatory framework concerns each country's responses to international financial crises, which became more frequent throughout the 1990s. In this sense, it is worth mentioning that the first essay of this thesis analyzes the regulatory reform options implemented in Brazil following the introduction of the Plano Real. These were not only in response to external turbulence but also due to the currency stabilization process, which made the survival of a large number of financial institutions of various sizes unfeasible.

To support the debates described thus far, this article provides a literature review on financial regulation, aiming to achieve two objectives: i) to detail the main characteristics of the four regulatory patterns, identifying their basic principles; ii) to analyze the specificities that determine the regulatory framework applicable to banking institutions.

Finally, the article provides a critical review of the arguments presented by the Government and financial regulation experts that have guided discussions on the potential need to redistribute the mandates of national regulatory authorities by concentrating prudential policy-making and supervision in one 'pillar' and the entire apparatus for regulating agent conduct in the other, regardless of the activities for which they are licensed.

Key Words: Regulation Models, Prudential Regulation; Conduct Regulation.

4.3 Introdução

Está em curso no Brasil e nos principais mercados financeiros internacionais uma significativa transformação na forma pela qual os grandes conglomerados financeiros estruturam e distribuem os diversos tipos de serviços e produtos tradicionalmente ofertados por esses grupos. Isto inclui desde os segmentos mais convencionais da atividade bancária como a gestão de contas correntes, a estruturação de operações de crédito, a oferta de produtos de

investimento e de pagamentos, até os mais sofisticados como os que envolvem o aconselhamento e a administração de recursos de terceiros ou mesmo a originação e distribuição de títulos e valores mobiliários privados.

Na raiz destas transformações está a difusão cada vez mais intensa de inovações regulatórias e tecnológicas tais como ecossistemas apoiados em Registro Descentralizados, os Contratos Inteligentes, a Tokenização de Ativos, as Interfaces de Programação de Aplicativos (APIs), o *Open Finance*, a Inteligência Artificial, entre outras. Estudo divulgado pelo Banco da Inglaterra reconhece que:

Estamos vivendo um período de profunda transformação tecnológica. Os avanços na inteligência artificial (IA) criaram novas possibilidades que vão desde carros autônomos a melhorias em diagnósticos e tratamentos médicos, até serviços financeiros mais personalizados. O desenvolvimento da tecnologia de registro distribuído (DLT) permitiu o surgimento de inovações como a tokenização de ativos e de dinheiro, oferecendo o potencial para maior eficiência e novas funcionalidades. (BoE, 2025)

Assim, reguladores transnacionais e bancos centrais das principais economias do mundo incorporaram em suas agendas o desafio de repensarem seus marcos regulatórios, de tal forma que sejam capazes de encorajar a difusão destas tecnologias, com a perspectiva de que elas possam promover um choque de eficiência e de competitividade nos mercados. Ao mesmo tempo, reconhecem que estes processos disruptivos precisam ser adequadamente regulados, sem o que podem resultar em um aumento substantivo nos níveis de riscos agregados, que acabem por comprometer a estabilidade financeira global.

Assim, por exemplo, a difusão acelerada das Tecnologias de Registros Distribuídos (DLT) está a provocar uma revolução nos processos de emissão, registro, negociação e liquidação dos contratos e ativos financeiros. Isto porque redes DLTs permitem o compartilhamento descentralizado das informações em múltiplos nós, cujos conteúdos são atualizados simultaneamente, transação a transação, por algoritmos que garantem que cada participante vai acessar, em tempo real, registros idênticos a todos os seus pares.

Ao contrário dos sistemas centralizados, ainda hoje dominantes no mundo financeiro, nos ambientes DLTs não há uma entidade responsável por garantir a integridade das informações transacionais – como, por exemplo, é o papel das bolsas de valores e das centrais depositárias. Atualmente, estas infraestruturas custodiam contratos e ativos financeiros, desde o momento

em que “nascem” – através de registros bilaterais ou por distribuição pulverizada em processos de oferta primária – até o instante em que são liquidados financeiramente, passando pelas transações de mercado secundário, em que trocam de titularidade.

Assim, uma das principais vantagens da adoção das tecnologias de registro descentralizado é a de que elas dispensam estes intermediários, reduzindo os custos operacionais dos participantes do mercado financeiro que se utilizam destes serviços. Criptomoedas como o Bitcoins e as Moedas Digitais dos Bancos Centrais são exemplos de duas aplicações desenvolvidas com a utilização desta inovação, que tem impactado profundamente o funcionamento do Sistema Financeiro Internacional.

As soluções descentralizadas, por sua vez, funcionam com base em comandos automatizados que executam uma operação quando determinadas condições são atendidas. São os chamados Contratos Inteligentes (*Smart Contracts*) que, associados às redes DLTs dispensam a existência de intermediários para a realização de transações comuns como transferência de pagamentos entre contrapartes, a liquidação de uma operação de mercado secundário, entre outras.

O processo de tokenização, ou seja, a transformação de contratos, ativos físicos e intangíveis, em representações digitais completam este quadro inovador que dispensa a existência de entidades que centralizam o registro e a custódia destas transações. Em ambientes centralizados as operações vão depender de duplos comandos executados pelas partes que estão realizando um negócio.

Esse conjunto de inovações dispensam, portanto, a realização de uma série de procedimentos normalmente efetivados pela retaguarda das instituições que operam entre si, o que reduz custos e diminui os riscos de que transações não sejam liquidadas por questões operacionais. Da mesma forma, a adoção de protocolos de Liquidação Automática (*Straight Through Process* – STP) permite que operações financeiras sejam processadas automaticamente, sem a necessidade de intervenção humana.

Estes mecanismos mitigam o risco de problemas operacionais como o ocorrido na Bolsa de Nova Iorque, em junho de 2024, quando 60 ações tiveram seus preços distorcidos na abertura

do pregão, em função da falta de atualização de um aplicativo operado por técnicos da entidade.

Já as APIs são interfaces que permitem a interoperabilidade entre programas que automatizam a troca de informações em diferentes ambientes de negócios ou mesmo que realizam operações, integrando as plataformas de provedores de serviços diferenciados. As APIs são essenciais, por exemplo, para permitir que as fintechs de pagamentos atuem em todas as etapas que compõem os arranjos de pagamentos, desde a captura da transação registrada em maquininhas de crédito e de débito, até a transferência final dos recursos para o lojista, passando por outras operações como as de antecipação dos recebíveis.

Assim sendo, há um certo consenso, pelo menos no âmbito das entidades transnacionais de regulação e supervisão financeiras, de que todas as áreas de negócios das instituições incumbentes estão sendo forçadas a se adaptarem a esse novo ambiente, em resposta à difusão deste conjunto de inovações tecnológicas e regulatórias que, entre outros efeitos, reduzem substancialmente as barreiras à entrada no segmento. É o que conclui, por exemplo, estudo editado pelo *Financial Stability Board* (FSB). Segundo a entidade (FSB; 2019, p. 1):

Greater competition and diversity in lending, payments, insurance, trading, and other areas of financial services can create a more efficient and resilient financial system. Notwithstanding these clear benefits to financial stability, heightened competition could also put pressure on financial institutions' profitability. This could lead to additional risk taking among incumbents in order to maintain margins.

Este cenário de profundas transformações acelerou o debate acerca dos padrões e limites de atuação dos reguladores prudenciais e de conduta no mundo todo.

Ao mesmo tempo, a Grande Crise de 2008 deixou evidente os efeitos deléteiros sobre a estabilidade financeira resultantes dos problemas de insolvência de conjunto significativo de Intermediários Financeiros não Bancários (NBFIs – *Non Banking Financial Institutions*). Estes agentes não têm uma licença para operar como bancos e, portanto, não podem captar depósitos. Entretanto, administram carteiras de investimentos, oferecem seguros, compram e vendem participações em empresas emergentes, entre outras atividades. Embora operem fora da regulação bancária tradicional, suas dimensões e modelos de negócios podem desencadear situações de instabilidade financeira, especialmente em decorrência de suas interconexões com bancos comerciais.

Estes dois fenômenos escancararam a necessidade de um aprimoramento – ou mesmo revisão – da arquitetura regulatória vigente nos principais centros financeiros, em direção a um marco institucional que fosse capaz de lidar, ao mesmo tempo, com os impactos advindos da disseminação dos novos paradigmas tecnológicos sobre a atividade bancária, assim como com a atuação de instituições que se tornaram sistemicamente importantes e que estavam de fora do radar das autoridades de regulação e supervisão.

Ressalte-se, de antemão, que a literatura especializada sugere que a arquitetura regulatória ideal é aquela que considera as particularidades históricas, culturais, políticas e institucionais que acabam por determinar o tamanho, o nível de diversificação e a complexidade dos mercados em cada jurisdição⁴⁸.

Nesse ponto, a teoria sobre regulação financeira dialoga com as contribuições dos teóricos da Nova Economia Institucional. Partindo-se de autores como North⁴⁹, deve-se reconhecer que marcos regulatórios são subprodutos de processos históricos e escolhas institucionais, moldados com bases em decisões tomadas no passado, muitas vezes em respostas a situações de crises ou de maior instabilidade financeira. Segundo North (1990, p. 110):

[...] restrições institucionais específicas ditam as margens nas quais as organizações operam e, portanto, tornam inteligível a interação entre as regras do jogo e o comportamento dos atores.

Outro fator determinante na moldura dos arcabouços regulatórios em cada país está ligado ao fato de que a adoção de recomendações e princípios emanados pelos formuladores de padrões internacionais tende a mitigar o risco de arbitragem regulatória, ou seja, de que o capital financeiro se beneficie de eventuais diferenças entre os arcabouços legais, migrando para aqueles em que as exigibilidades sejam mais amenas.

Assim, tendo em vista estas observações iniciais, o principal objetivo deste ensaio é discutir os desafios e as perspectivas da regulação financeira no Brasil, num contexto em que os agentes públicos de regulação e supervisão estão crescentemente desafiados pela ascensão de novos

⁴⁸ **The Group of Thirty (2008)**; The structure of financial supervision: approaches and challenges in a global marketplace.

⁴⁹ **North, C. D. (1990)**. Institutions, Institutional Change and Economic Performance. Cambridge: Cambridge University Press.

entrantes e de novos modelos de negócios envolvendo *Fintechs*, Fundos de Investimentos, Seguradoras, Fundos de Pensão Abertos ou Fechados, entre outros.

A relevância desses agentes no (des)equilíbrio da liquidez no sistema financeiro internacional fez com que os bancos centrais introduzissem nos seus cardápios de medidas de combate às crises, um conjunto de instrumentos de gestão da liquidez capazes de alcançar essas instituições, em particular nos momentos de crises, como em 2008 e 2020. No Brasil, por exemplo, a Emenda Constitucional nº 106 permitiu que o Banco Central, enquanto durasse a crise provocada pela Covid 19, adquirisse diretamente ativos privados em mercados secundários, reconhecendo que os canais de irrigação da liquidez operados pelos intermediários bancários não eram mais capazes de atender às necessidades de instituições que estavam fora do seu perímetro regulatório.

A operacionalização deste tipo de operação tem uma série de complicações. Que emissores e que tipo de ativos privados devem ser elegíveis? De que carteiras eles serão vendidos? Quais os preços justos ou, mais precisamente, como a autoridade monetária vai aferir o risco de crédito de cada emissor? Assim, trazer os intermediários não bancários para dentro do perímetro de atuação do Banco Central é certamente uma das questões mais importantes a pautar o debate sobre a alteração do padrão de regulação financeira no País que é, repita-se, o principal objetivo deste ensaio.

Visando dar continuidade ao debate sobre as questões acima enunciadas, além desta introdução, o texto conta com mais 6 seções secundárias. A próxima descreve sucintamente a metodologia utilizada na confecção deste ensaio. Como se verá adiante, o debate sobre padrões de regulação financeira está sistematizado, primordialmente, em documentos produzidos por entidades transfronteiriças de regulação e supervisão tais como o Banco de Compensações Internacionais (BIS), a Organização Internacional de Comissões de Valores Mobiliários (IOSCO), o Fórum de Estabilidade Financeira (FSB) e o Fundo Monetário Internacional (FMI), ou ainda em relatórios e normas produzidos pelas autoridades monetárias e de mercado de capitais responsáveis pela supervisão dos principais mercados financeiros internacionais. Dessa forma, este ensaio adotou o Método Qualitativo de Pesquisa.

Já a seção 4.5 contextualiza o debate em torno do objetivo central deste ensaio, apresentando os diversos modelos de regulação financeira adotados em diferentes jurisdições e apontando como a crise de 2008 impactou na decisão dos países em alterar suas arquiteturas regulatórias. A principal constatação deste trecho do ensaio é a de que não há um padrão de regulação que seja mais adequado que os demais. O arcabouço adotado em cada País necessariamente deve refletir o nível de desenvolvimento dos diversos segmentos que compõem os mercados locais, bem como o grau de internacionalização de seus agentes e a sofisticação dos produtos e serviços ofertados aos investidores locais e não-residentes.

A seção 4.6 faz uma revisão da literatura acadêmica sobre regulação financeira contrapondo sinteticamente as visões mais convencionais encontradas na literatura que se baseiam nos conceitos de Falhas de Mercado, com uma abordagem que combina as contribuições de Schumpeter e Minsky sobre o tema.

Em seguida, a seção 4.7 destaca os aspectos particulares que tipificam a atividade bancária e que acabam por determinar a montagem de uma arquitetura regulatória única, se comparada aos desenhos aplicáveis a outros setores da atividade econômica. Estas características e seus efeitos sobre a regulação a elas aplicável são discutidos nesta seção.

Por fim, a seção 4.8 analisa o debate recentemente ocorrido no Brasil acerca de uma eventual mudança no padrão de regulação no País. Que aprimoramentos a introdução do Modelo de “Duas Torres” podem resultar, comparativamente à arquitetura institucional vigente? Será que a proposta de alteração do marco regulatório pode ser interpretada como uma “solução em busca de seu problema”?

Cabe aqui indicar que, na prática, este debate se resumiu a algumas declarações do secretário de reformas econômicas do Ministério da Fazenda, Marcos Pinto e das opiniões de alguns especialistas publicadas na mídia. Ou seja, não há ainda nenhum projeto encaminhado pelo Executivo, que esteja em trânsito no Congresso Nacional, a partir do qual se possa analisar como ficaria organizado o aparato de regulação financeira no Brasil, caso ocorra a introdução desta inovação institucional. Exceção feita a relatório divulgado pela Comissão de Valores Mobiliários, em janeiro de 2026, que analisa detalhadamente esta questão e cujas principais conclusões estão debatidas adiante.

Antecipe-se que a contribuição deste ensaio ao debate atual consiste em hierarquizar uma série de questões legais e operacionais que precisarão ser analisadas com profundidade antes que a decisão de trocar (ou não) o modelo de regulação seja tomada. Esta agenda inclui temas complexos como a definição dos limites de atuação do Banco Central no tocante à regulação prudencial. Inclui ainda a questão dos custos de implementação desta reforma, num contexto em que são frequentes as queixas de subfinanciamento às atividades de supervisão e regulação no país.

O debate sobre a autonomia financeira do Banco Central é a parte mais visível desta discussão. A PEC 65/2023, que está em tramitação no Senado Nacional, propõe que a receita de senhoriagem, ou seja, a diferença entre o valor de face da moeda emitida pelo Banco Central e seu custo de produção, seja utilizada para o financiamento das despesas da autoridade econômica. Assim, o BCB se transformaria em uma empresa pública e, dependendo de como a autonomia seria posteriormente regulamentada, seus funcionários poderiam até mesmo perder a estabilidade no emprego. Cabe notar que esta prerrogativa é um pré-requisito indispensável para a autonomia técnica necessária às respectivas atividades de normatização e supervisão.

A aprovação da PEC teria ainda impactos fiscais, já que essas receitas – cerca de 0,5% do PIB – são transferidas ao caixa do Tesouro Nacional e, atualmente, ajudam no cumprimento das metas estabelecidas no Arcabouço Fiscal.

Outro aspecto relevante a ser considerado no debate acerca da implementação de uma nova arquitetura regulatória no País é a identificação das áreas cinzentas na regulação e na supervisão das instituições bancárias e demais participantes do mercado financeiro nacional. É importante que o novo arranjo institucional esteja alicerçado em um marco legal que minimize os riscos de que o rebalanceamento das competências deixe dúvidas quanto à responsabilidade de cada um dos reguladores no novo modelo.

A carência de recursos financeiros e humanos associada a possíveis incertezas jurídicas na distribuição das competências geram ambientes propícios à prática da arbitragem regulatória. É nesse espaço que se desenvolvem algumas “soluções não formais” envolvendo os processos de estruturação, distribuição, negociação e liquidação de produtos financeiros. Tais soluções

podem amplificar exponencialmente os riscos assumidos pelos agentes, percorrendo primeiros passos na direção de uma nova crise financeira.

4. 4 Metodologia

Este ensaio adota o Método Qualitativo de Pesquisa. Dessa forma, as conclusões que ele apresenta resultam de um trabalho que se iniciou pela definição precisa de suas duas perguntas de pesquisa, a saber: Como se estruturam as arquiteturas regulatórias aplicáveis ao setor financeiro no mundo? Porque se iniciou no Brasil um debate visando alterar o arcabouço institucional vigente.

Em consonância com os procedimentos que fundamentam o Método Qualitativo, os próximos passos foram: recolher a documentação sobre o tema, organizar o que foi selecionado, pesquisar e revisar a literatura econômica sobre regulação financeira.

Foi adotada a técnica de pesquisa documental. Assim, o esforço de pesquisa bibliográfica se concentrou nas principais bases de dados de conteúdo científico, tais como *Web of Science*, Plataforma Capes e *Google Scholar*. As palavras chaves da pesquisa (em português e inglês) foram: Regulação Financeira; Padrões de Regulação Financeira; Regulação Financeira e Crise, Regulação de Conduta, Regulação Prudencial, Inovação Financeira.

A pesquisa documental incluiu, principalmente, as bases de dados de estudos e pesquisas conduzidos pelas entidades transfronteiriças de formulação de padrões regulatórios como o Banco de Compensações Internacionais (BIS), a Organização Internacional de Comissões de Valores Mobiliários (IOSCO), o Fórum de Estabilidade Financeira (FSB) e o Fundo Monetário Internacional (FMI).

Neste último grupo, a análise do material encontrado revelou que estas entidades estão particularmente preocupadas com o aumento dos riscos no setor financeiro internacional em função: (i) do papel cada vez mais relevantes dos *Non Banking Financial Institutions* (NBFIs), (ii) pela expansão das assimetrias regulatórias entre as diversas jurisdições que estão sob suas esferas de supervisão e; (iii) pela difusão das novas tecnologias que estão alterando drasticamente a forma pela qual os novos entrantes estão produzindo e

distribuindo os produtos e serviços e com isso ampliando a concorrência com os conglomerados financeiros tradicionais.

Foi nesse contexto de ampliação da relevância de novos atores no mercado financeiro local que discussão sobre a mudança do modelo de regulação no País entrou na agenda de propostas do Ministério da Fazenda, no segundo semestre de 2024. Importante antecipar que não foi encontrado nenhum documento do Governo que tratasse desta questão formalmente, à exceção de um estudo produzido pela CVM, no início de 2026. Assim, a exceção deste relatório, o material que é citado no ensaio concentra-se em opiniões coletadas em entrevistas ou artigos de jornais, envolvendo ex-presidentes do BCB e da CVM, além de opiniões dos representantes da Secretaria de Reformas Econômicas do Ministério da Fazenda.

O documento disponibilizado pela CVM tem o mérito de apontar os desafios existentes que precisam ser previamente superados como pré-requisito para que um eventual processo de transição para o modelo de Duas Torres (Twin Peaks) seja politicamente viável e que seus custos previsíveis superem os benefícios esperados.

Importante ressaltar que a inexistência de uma proposta formal do Executivo e a falta de novas manifestações públicas das autoridades ligadas ao Ministério da Fazenda ao longo de 2025, indicam que este tema teria perdido prioridade na agenda de reformas microfinanceiras do Governo. Ou então confirmar a hipótese de que o tema foi trazido a público com a intenção principal de desacelerar o debate sobre a autonomia financeira do Banco Central do Brasil. Estas questões são analisadas na seção 4.8.2.

4.5 Contextualização do problema de pesquisa

Estudo divulgado em 2018 pelo *Financial Stability Institute (FSI)*⁵⁰, entidade vinculada ao *Bank of International Settlements (BIS)*, analisou e classificou os padrões de regulação adotados em 79 diferentes países. O estudo foi realizado 10 anos depois da eclosão da Grande Crise

⁵⁰ Calvo et al. (2018), Financial supervisory architecture: what has changed after the crisis?

Financeira (GFC) de 2008. Por isso, já capturou as transformações institucionais ocorridas nos principais mercados financeiros, como consequência da GFC.

Segundo o FSI, o padrão de regulação mais usual é o chamado Modelo Setorial ou Institucional, encontrado em 39 jurisdições. Nele cada autoridade fica responsável por supervisionar todas as instituições que tenham um mesmo status legal, tais como bancos, corretoras, distribuidoras, sociedades de crédito, financiamento e investimento entre outras. Estas instituições recebem do respectivo regulador uma licença específica para funcionar, o que implica em um conjunto particular de exigências micro prudenciais e de conduta, tais como capital mínimo para operar, observância de coeficientes de liquidez, padrões de governança, sistemas de compliance e de gerenciamento de riscos, regras de transparência, entre outras.

Por outro lado, ao cumprirem estas exigibilidades, ficam autorizadas a realizar um conjunto amplo de operações ativas e passivas, que também estão sujeitas a limites e salvaguardas definidas em normas próprias. Algumas obrigações são comuns a todas estas instituições como, por exemplo, a exigência de somente adquirir para suas carteiras, ativos financeiros que estejam legalmente constituídos e registrados em ambientes previamente homologados pelas autoridades financeiras

Este é o modelo adotado no Brasil. Quatro são os agentes públicos que dividem estas tarefas no País:

- Banco Central do Brasil (BCB): Tem como missões garantir a estabilidade do poder de compra moeda; zelar pela estabilidade financeira; e estimular a eficiência e a concorrência dos mercados;
- Comissão de Valores Mobiliários (CVM): Responsável por disciplinar o mercado de capitais brasileiro, protegendo os investidores, garantindo a transparência e assegurando a integridade e a eficiência das operações com valores mobiliários;
- Superintendência de Seguros Privados (SUSEP): Sua área de atuação contempla a fiscalização e regulação dos mercados de seguros, previdência complementar aberta, capitalização e resseguro.
- Superintendência Nacional de Previdência Complementar (PREVIC): Atua na fiscalização e supervisão das entidades fechadas de previdência complementar (fundos

de pensão), buscando assegurar a solidez e integridade dos planos de benefícios.

Já o segundo modelo descrito no trabalho do FSI é chamado de **Integrado**. Ele está presente em 23 jurisdições (30% da amostra). Nestes países, uma única autoridade fica responsável pela emissão e supervisão das normas prudenciais e de conduta, independentemente do tipo de licença de funcionamento obtido por cada instituição. Foram identificados 14 arranjos institucionais em que uma entidade específica acumula estas funções. Em 9 deles este papel cabe aos Bancos Centrais. Em outras cinco jurisdições esta função é desempenhada por uma entidade específica (*Separate Supervisory Agency – SSA*).

O estudo ainda identificou 9 países que adotam o **Modelo de Duas Agências**, em que uma autoridade fica responsável pela regulação e supervisão integral de bancos e seguradoras e outra que atua visando assegurar a integridade dos mercados, em especial dos agentes que estruturam e distribuem produtos no âmbito do mercado de capitais. A França é o principal mercado em que prevalece este padrão.

Por fim, o **Modelo de Twin Peaks** é identificado como o arranjo institucional vigente em 9 praças financeiras. Neste caso, as atividades de regulação e supervisão prudenciais ficam vinculadas aos bancos centrais, enquanto a regulação de conduta é entregue a uma entidade apartada. O processo de transformação ocorrido no mercado inglês, que migrou para este modelo em 2013 – abandonando a estratégia de um regulador único – será melhor detalhado adiante.

O trabalho identificou que 11 entre as 79 jurisdições pesquisadas mudaram seus modelos de supervisão após a Grande Crise de 2008. Seis delas na direção do modelo integrados (ou de regulador único). Três delas migraram para o modelo de Duas Torres e duas para o padrão de Duas Agências.

O quadro institucional de cada mercado pode contemplar ainda o instituto da Autorregulação, situação em que entidades privadas – como as bolsas de valores e associações de classe – recebem das Autoridades de Governo uma autorização formal para estabelecer e supervisionar práticas e princípios operacionais e éticos aplicáveis indistintamente a todos os agentes econômicos que operem em um determinado segmento de mercado.

Este compartilhamento de responsabilidades entre o Poder Público e entidades privadas deve ser olhado com bastante precaução. Pode, eventualmente, se justificar em alguns serviços específicos como aqueles prestados pelas Infraestruturas de Mercado (Bolsas de Valores, Centrais Depositárias, Câmaras de Negociação e Liquidação). Estes ambientes, são responsáveis pelo registro, custódia, negociação e liquidação dos ativos e contratos financeiros que estejam autorizados a compor o portfólio das pessoas físicas e jurídicas, dos investidores institucionais, dos não residentes, entre outros. Para ser um membro dessas Infraestruturas, o participante deve aderir a códigos e manuais específicos que condicionam sua atuação nestes ambientes.

Como gerenciam riscos de diversas naturezas, em mercados diversificados é necessário que estas entidades privadas fixem aportes iniciais, limites de exposição, margens de garantias, salvaguardas operacionais e que sejam capazes de supervisionar a adesão a estes princípios. Estas exigibilidades, fixadas de forma complementar às recomendações do aparato regulatório, são mais um reconhecimento de que as operações conduzidas pelas instituições financeiras estão sujeitas a riscos de diversas naturezas.

Importante reconhecer que a instabilidade financeira pode se originar endogenamente, como na crise de 2008, situação em que os desequilíbrios foram gestados dentro do próprio Sistema ou exogenamente, fruto de uma epidemia como a Covid, que paralisou a economia mundial por meses e que impactou bruscamente a solvência dos mercados financeiros mundiais.

Neste contexto é essencial reconhecer que bancos são administradores dinâmicos de balanço. São muito mais que meros intermediários entre agentes superavitários e deficitários. Suas atuações vão além de transformar maturidades ou reduzir assimetrias informacionais. Segundo Paula (2014, p. 48):

bancos não são agentes neutros na intermediação de recursos reais na economia [...], mas instituições ativas que possuem expectativas e motivações próprias e que, portanto, administram dinamicamente seus balanços, a partir de suas expectativas de rentabilidade e risco em um mundo intrinsecamente incerto.

Nessa mesma linha de abordagem, autores como Schumpeter e Minsky consideram que as firmas bancárias desempenham um papel essencial na dinâmica capitalista. São elas que “do nada” criam poder de compra novo, permitindo que os empresários financiem seus

investimentos, para além dos recursos que geram em seus negócios. Esse “capital novo” originado pelos bancos é particularmente essencial quando se destina a projetos que deem origem a um novo bem ou serviço, que introduzam um novo método de produção, que representem a abertura de um novo mercado, a conquista de novas fontes de matérias-primas ou o estabelecimento de uma nova organização industrial⁵¹.

Essa centralidade, associada à percepção de que os bancos tendem a reduzir suas margens de segurança nas fases expansivas do ciclo – visão aderente à Hipótese de Instabilidade Financeira desenvolvida por Minsky - exige a estruturação de arcabouços regulatórios mais rigorosos que emulem o princípio da Restrição de Sobrevivência para a firma bancária (Torres & Martins, 2020).

Isto contempla o estabelecimento de critérios que avaliem a quantidade e a qualidade do capital regulatório, de tal forma que ele seja capaz de enfrentar situações de stress financeiro em cada instituição, bem como que estabeleçam coeficientes de liquidez na composição de seus patrimônios, que devem ser compatíveis com suas expectativas de saídas líquidas de caixa.

Um outro grupo de medidas visa assegurar que a governança das instituições financeiras disponha de mecanismos de segregação de riscos que desestimulem a assunção de posições crescentemente arriscadas. Um exemplo deste tipo de iniciativa é a imposição de que as áreas responsáveis pelas políticas de gestão de riscos reportem diretamente aos conselhos de administração e que suas equipes tenham uma política de remuneração desvinculada dos resultados de suas firmas. Barreiras da China (*chinese wall*), que fisicamente segregam as diversas unidades de negócios existentes dentro em um banco, são um outro exemplo.

Assim, no centro do debate entre os modelos de regulação está a decisão acerca de qual é o melhor arranjo institucional que distribua as competências entre os agentes públicos que ficarão responsáveis pela formulação e supervisão das normas consolidadas na regulação prudencial e no arcabouço associado à regulação de conduta.

⁵¹ Schumpeter A. Joseph, (1934), A Teoria do Desenvolvimento Econômico, Editora Abril Cultural - 2ª edição (1982).

No primeiro caso, trata-se da criação de mecanismos e redes de segurança para evitar que choques possam causar problemas sistêmicos ou que, no mínimo, reforcem a capacidade do sistema de absorver choques. Isso inclui os requerimentos de capital e índices de liquidez, mecanismos de acesso à linhas de redesconto e exigibilidades de recolhimentos compulsórios, limites de alavancagem, padrões de gerenciamento de riscos, regras de governança e de transparência, entre outras. A maior parte do receituário referente a estas exigibilidades está consolidada nas normas que compõem o chamado Acordo de Basileia.

Já a regulação de conduta diz respeito a como os diversos participantes dos mercados financeiro e de capitais realizam negócios com seus clientes, o que significa assegurar a integridade dos mercados e a proteção dos investidores. Isso inclui a divulgação de informações adequadas pelas empresas que desejem acessar a poupança popular, através de mecanismos de oferta primária; a adoção de práticas de administração e gestão de carteiras que preservem os interesses dos investidores; a atuação diligente dos distribuidores de produtos e serviços na identificação da adequação dos produtos financeiros ao nível de sofisticação financeira dos clientes; a transparência para os investidores dos custos associados aos serviços de aconselhamento financeiro e de distribuição dos ativos, entre outros.

O texto a seguir faz um contraponto entre dois arcabouços teóricos que investigam por que é necessário desenvolver uma arquitetura regulatória para o mercado financeiro e qual deve ser seu alcance. De um lado, os adeptos da Teoria das Falhas de Mercado, que defendem a ideia de que as intervenções das autoridades no marco regulatório devem se limitar a iniciativas que corrijam problemas como Assimetria de Informação ou Externalidades Negativas. A ocorrência destas falhas impede que o mercado “naturalmente” adote a melhor combinação dos recursos disponíveis, que vai produzir o mais elevado nível de bem-estar para a sociedade.

De outro, os que defendem a ideia de que os bancos são firmas propensas a reduzirem seus “sarrafos” de risco, tornando-se cada vez mais agressivas na gestão de suas operações ativas e passivas. Esta estratégia tende a fragilizar a administração de seus fluxos de caixa, tal como preconizado pela Hipótese da Instabilidade Financeira, desenvolvida por Minsky. A regulação, portanto, precisa estabelecer limites dinâmicos à atuação da firma bancária que, em outro contexto, poderá se tornar incapaz de honrar suas obrigações com clientes e contrapartes.

4.6 Referenciais teóricos

4.6.1 Inovações bancárias e regulação financeira nas visões de Schumpeter e Minsky

Por que os bancos inovam? Que impactos têm essas inovações sobre a estabilidade do sistema financeiro? Que papel tem a regulação e a supervisão no sentido de mitigar os riscos que podem emergir pela introdução de tecnologias que alterem o ambiente concorrencial neste segmento?

Este capítulo tentará responder de forma sintética a estas indagações, inspirado nas contribuições teóricas propostas pelos economistas Joseph A. Schumpeter, Hyman P. Minsky e seus seguidores. Há alguns autores que realizaram um esforço analítico visando integrar as contribuições desses dois economistas. Ainda que o foco principal de atenção não seja o mesmo, há um elemento central nas obras dos dois autores que os une: trata-se do papel fundamental que os bancos desempenham em economias capitalistas.

Nesse sentido, Cavernazi e Tori (2018) defendem a ideia de que as contribuições teóricas de Schumpeter e de Minsky são mais convergentes do que aparentam. Segundo esses autores, ambos estavam completamente convencidos que a criação endógena de moeda, atividade típica da firma bancária, é um elemento determinante da dinâmica econômica. As decisões de investimentos dos empresários são sancionadas pelo comportamento das firmas bancárias que ampliam a oferta de moeda “do nada”. Os bancos são, portanto, essenciais porque aumentam a capacidade de dispêndio da sociedade.

Os riscos são ainda mais intensos quando se trata do financiamento a investimentos voltados a pesquisa e inovação. Projetos com essas características demandam volumes significativos de capital e têm prazos de maturidade mais elevados. Outra característica que os torna mais arriscados é o fato de que não permitem a modelagem de um fluxo de caixa, uma vez que o resultado da pesquisa é uma incógnita. Pode, por exemplo, não se mostrar viável economicamente.

Assim, a construção de um arcabouço regulatório aplicável aos bancos, a partir de uma perspectiva pós-keynesiana, tem como ponto de partida reconhecer que as decisões das firmas bancárias estão sujeitas à Hipótese de Instabilidade Financeira, desenvolvida por

Minsky. Em outras palavras, que os bancos tendem a subestimar os riscos de sua atividade sempre que a economia estiver em expansão. A medida em que cresce a demanda dos empresários por financiamento na fase expansiva do ciclo, os bancos reduzem suas margens de segurança, realizando operações ativas cada vez mais ousadas. Nos casos limites – batizado por Minsky como situação **Ponzi** - as perspectivas de fluxo de caixa dessas instituições passam a indicar uma situação iminente de insolvência intertemporal, ou seja, os recebimentos esperados em um horizonte de tempo relevante não são suficientes para cobrir sequer as obrigações correntes – com fornecedores, empregados, fiscais, entre outras – muito menos amortizar sua dívida financeira.

A taxonomia desenvolvida pelo autor inclui ainda duas categorias, em que os saldos líquidos dos fluxos de caixa da firma ainda não alcançaram esta condição crítica. Nesse contexto, a posição Hedge é aquela que os recebimentos previsíveis e as condições do balanço são tais que os pagamentos de todas as obrigações futuras estão assegurados, incluindo-se o pagamento de juros e da amortização das dívidas contraídas pela empresa. Empresas classificadas na situação Especulativa são aquelas que conseguem amortizar com seus recebimentos ou haveres financeiros, todos os seus compromissos correntes, os juros das dívidas contraídas no passado, sem, entretanto, conseguir amortizá-las na totalidade. Isto implica na necessidade de renegociação desses contratos, processo que pode ser mais complexo em momentos de crises financeiras.

Especificamente em relação à atividade bancária é fundamental reconhecer que os níveis de riscos podem se alterar drasticamente de um momento para o outro, seja pelas decisões relacionadas à própria gestão de ativos e passivos, seja em função da volatilidade dos dois principais preços da economia: as taxas de juros e de câmbio. Por isso as atividades de regulação e supervisão exercidas pelas Autoridades Governamentais devem cumprir o papel permanente de avaliar se os riscos estão corretamente calculados e mitigados, o que depende da existência de um arcabouço legal e infralegal dinâmico que estabeleça as regras prudenciais e de conduta mínimas a serem seguidas pelos incumbentes e que esteja atento aos riscos emergentes.

A IOSCO, por exemplo, ao apresentar sua agenda estratégica para 2026 ⁵², nomeou como uma de suas prioridades promover a modernização de seus marcos regulatórios a fim de compatibilizá-los com o rápido processo de disseminação das novas tecnologias.

O entendimento de que a regulação, de forma dinâmica, deve se antecipar aos riscos emergentes e estabelecer limites para a atuação dos bancos não é, entretanto, consensual na literatura econômica. Autores como Goodhart et al. (1998) e Llewellyn (1999) discutem em que condições pode existir uma relação direta entre regulação e resiliência do mercado financeiro. Os críticos de esquemas mais rígidos de regulação argumentam que quanto maiores forem as restrições, mais ousados serão os bancos em procurar possibilidades de arbitragem, seja operando em áreas cinzentas não cobertas claramente pelas normas, seja optando por jurisdições onde as regras de observância são menos restritivas. Sugerem também que aparatos regulatórios excessivamente intrusivos tendem a reduzir os esforços dos gestores das instituições financeiras em identificar e mitigar riscos. Poderiam ainda provocar um relaxamento dos clientes na fiscalização de seus prestadores de serviço.

Esta opinião não é compartilhada por Minsky. Em artigo publicado em 1994, o autor defende a ideia de que a estrutura regulatória precisa ser consistente e estar em permanente evolução já que as inovações e a própria atuação das Autoridades tendem a alterar significativamente o *modus operandi* das instituições financeiras. Segundo Minsky (1994, p. 8):

Financial institutions and usages change as a result of innovation by profit seeking entrepreneurs, legislation that enacted in response to perceive shortcomings of the financial structure, and decisions made by regulators and supervisors as they carry on their functions.

Neste mesmo artigo, o autor ainda adverte que as inovações em tecnologia estariam tornando obsoletas as formas tradicionais através das quais as operações financeiras e de pagamentos são realizadas. É impressionante notar que, à época do artigo, Minsky já identificasse a necessidade de adaptações nos arcabouços de regulação e de supervisão a fim de adequá-los a uma suposta revolução eletrônica que a seu ver iria provocar uma rápida transformação no sistema financeiro internacional. Segundo Minsky (1994, p. 8): “A financial system based upon the third millennium capabilities to communicate and compute promises to differ greatly

⁵² GLOBAL MARKETS: IOSCO RELEASES WORK PROGRAMME FOR 2026. [Locução de]: Jean-Paul Servais. [S. l.]: Arise News, 9 fev. 2026. 1 vídeo (6min 22s). Disponível em: <https://www.youtube.com/watch?v=Oob6yFQNsI8>. Acesso em: 5 mar. 2026.

from the financial systems of 1857, 1863, 1911 and 1935-36, when the foundations of our regulatory and supervisory were laid”.

4.6.2 Falhas de Mercado e regulação financeira

Um contraponto à abordagem teórica anterior tem como ponto de partida a ideia de que a regulação econômica deve ter como objetivo principal promover a convergência entre os efeitos das decisões privadas e os interesses coletivos. Dito de outra forma, a intervenção do Estado no mundo dos negócios só deveria ocorrer quando a prevalência dos interesses individuais não resultarem no maior nível de bem-estar possível para todos.

Claramente uma situação do tipo ótimo de Pareto em que qualquer alteração na combinação dos fatores de produção ou no resultado das trocas não pode significar a melhoria do bem-estar de um indivíduo se isto ocorrer entre detrimento da situação de qualquer outro.

Neste mundo ideal, não havendo interferência de agentes externos ao mercado, os sistemas de preços dariam os sinais suficientes para que, deixados livres e motivados por uma postura que maximiza suas utilidades, cada cidadão exerça suas escolhas, alcançando individualmente o maior estado de bem-estar possível.

Neste mundo de racionalidade plena, eficientes são aquelas situações em que as combinações dos recursos disponíveis – dado um nível de desenvolvimento tecnológico - promovem o melhor resultado produtivo, considerando os preços que os atores econômicos estão dispostos a pagar pelos bens e serviços.

Dois pressupostos são primordiais para que este mundo utópico produza os resultados esperados: i) todos os participantes têm acesso às mesmas informações e ii) nenhum deles tem poder mercado que possa influenciar o resultado das trocas a seu favor.

Estes pressupostos foram sendo flexibilizados ao longo do tempo para incorporar algumas características mais próximas ao efetivo funcionamento dos mercados e para tentar responder a algumas perguntas-chaves apresentadas pelos críticos deste ferramental. Assim, como explicar as profundas desigualdades entre o desenvolvimento das nações e dentro delas por

que os benefícios do progresso vêm sendo distribuídos de forma tão pouco equânime entre os cidadãos?⁵³ Que papel tem a regulação neste mundo “imperfeito”?

Há uma vastíssima literatura que pretende responder a estas inquietações. Do ponto de vista da atuação do Estado a ideia de que os mercados têm falhas deu origem a um arcabouço conceitual a partir do qual a intervenção regulatória do Estado se justificaria a fim de, corrigi-las. Seja porque são raras as situações em que os atores têm acesso livre a todas as informações que precisam para tomar suas decisões racionais ou, ainda, porque nem sempre se comportam de acordo com o interesse coletivo – como é o caso das empresas monopolistas. Há também situações em que sequer se pode falar da existência de mercados.

Assim sendo, autores como Veljanovsky (2010), sugerem que as Falhas de Mercado podem ser classificadas em quatro grupos. Naqueles setores em que há uma ou poucas empresas em funcionamento, o **Poder de Mercado** dessas últimas pode fazer com que elas produzam abaixo do que seria esperado em um mercado concorrencial e com preços acima de seus custos marginais, ou seja, uma situação clara de ineficiência alocativa. Portanto, defender a concorrência contra os possíveis abusos monopolistas está entre os objetivos que justificam a construção de arranjos institucionais públicos, inclusive com a criação de agências especializadas, leis antitruste etc.

Em algumas circunstâncias, as decisões das empresas provocam prejuízos sociais que não compõem a estrutura de custo das empresas e não são capturados pelos sistemas de preços. As chamadas Externalidades Negativas podem significar que as empresas estão operando acima dos níveis apropriados de eficiência, uma vez que seus custos não incorporam os eventuais prejuízos causados por sua atividade aos demais agentes econômicos. Este é o caso, por exemplo, dos setores econômicos que poluem o meio ambiente ou aqueles que provocam o aquecimento global do planeta.

Há alguns produtos ou serviços cujo consumo individual não reduz a oferta para os demais cidadãos. Neste caso, não há sentido em esperar que os mercados venham a prover este tipo de bem já que ninguém pode ser privado de consumi-lo ou ainda por que para esses bens - chamados de Bens Públicos – não há manifestação explícita dos consumidores sobre suas

⁵³ A esse respeito ver Chang J. Ha (1997).

preferências, ou seja, não há como valorá-los. Os serviços prestados pelo Corpo de Bombeiro, por exemplo, se inserem nesta definição. Eles apagarão um eventual incêndio em um prédio em chamas mesmo que nenhum morador tenha recolhido a taxa cobrada para cobrir os custos daquela corporação. Justiça e Defesa Nacional são outros dois exemplos em que este mesmo raciocínio se aplica.

Outra flexibilização dos axiomas neoclássicos que embasam o modelo de concorrência perfeita parte do reconhecimento de que na maior parte das situações de mercado os agentes econômicos não têm todas as informações necessárias para que tomem decisões maximizadoras. O fenômeno da Assimetria de Informações pode ocorrer porque em alguns casos os mercados não produzem ou não distribuem de forma equânime as informações adequadas ao processo decisório, já que elas podem ter sido adquiridas ou sonegadas por um dos participantes. Na atividade financeira, o problema de seleção adversa ocorre porque tomadores de crédito conhecem melhor seu próprio risco do que os credores; como os bancos não conseguem distinguir perfeitamente entre bons e maus pagadores, tendem a cobrar juros mais altos ou restringir o crédito, o que acaba afastando os clientes de menor risco e atraindo proporcionalmente os mais arriscados, aumentando a probabilidade de inadimplência e ineficiência no mercado.

Outro possível efeito colateral da ocorrência de assimetria informacional é o surgimento do chamado Risco Moral. Na atividade financeira, o risco moral ocorre quando, após a concessão de crédito ou assinatura de um contrato, uma das partes passa a adotar comportamentos mais arriscados porque não arca integralmente com as consequências dessas decisões; por exemplo, um tomador pode assumir projetos mais arriscados sabendo que parte das perdas recairá sobre o credor, o que eleva a probabilidade de inadimplência e gera ineficiências no sistema financeiro.

Os conceitos ligados à abordagem das Falhas de Mercado ajudam a entender a lógica que está por trás de algumas decisões que impactaram a construção de marcos regulatórios. Entretanto, não são suficientes para lidar com os riscos que decorrem do comportamento da firma bancária, ao administrarem suas operações ativas e passivas. Assim, por exemplo, faz sentido do ponto de vista da mitigação do Risco Moral, que os bancos centrais exijam volumes elevados de capital de entrada aos investidores que pretendam abrir uma instituição

financeira. Quanto maior for esta barreira, mais prudentes devem ser estes investidores, já que vão conviver com riscos mais elevados de perderem seu patrimônio, em caso de quebra de sua firma. Este princípio é conhecido na literatura especializada como “*skin in the game*” e tende a reduzir o risco de que o participante adote estratégias de negócios excessivamente arriscadas.

A seção seguinte analisa as peculiaridades da atividade da firma bancária e sustenta a ideia de que os modelos de negócios destes agentes e seus níveis de interconectividade com seus parceiros e com as demais unidades econômicas – famílias, corporações e governos - exigem um modelo de regulação que é específico ao setor. Estas tipicidades estão entre as principais variáveis a serem consideradas na definição de como distribuir as competências entre os entes públicos que ficaram responsáveis pela formulação e supervisão das regulações prudenciais e de conduta.

4.7 Conceitos e especificidades aplicáveis à atividade bancária

Um primeiro aspecto que dá contornos particulares à regulação bancária diz respeito ao fato de que o avanço das tecnologias de comunicação reduziu significativamente os custos de transação para a realização de operações em mercados localizados em jurisdições distantes. Países passaram então a competir de forma mais acirrada pelos fluxos financeiros, oferecendo descontos nos marcos regulatórios locais e aumentando o risco de contágio entre mercados.

Em resposta a esta tendência, reguladores de todo mundo reunidos no BIS – *Bank of International Settlements* - entidade transnacional considerada o Banco Central dos Bancos Centrais – vêm adotando de forma concertada um conjunto de normas produzidas desde 1988, batizadas na literatura como Acordo de Basiléia, em alusão à cidade homônima na Suíça onde fica sediado o BIS.

Este processo de construção de recomendações gerais aplicáveis a todas as jurisdições, além de tentar mitigar as possibilidades de arbitragem regulatória através da harmonização das normas, incorpora a cada atualização do Acordo novas exigibilidades regulatórias que são inspiradas nas motivações que provocaram as crises bancárias anteriores.

O que de fato está por trás de todas as recomendações é a ideia relativamente consensual de que as instituições financeiras desempenham quatro atividades básicas que são exclusivas destes agentes: criam moeda, captam recursos junto a seus clientes, estruturam e distribuem títulos e valores mobiliários e operam os sistemas de pagamentos. Prestam, portanto, serviços essenciais às famílias, às empresas e ao Governo.

Como gestores dos sistemas de pagamentos assumem o papel essencial de assegurar que as transferências de recursos entre as unidades econômicas tenham curso conforme estabelecido originalmente entre as contrapartes. Ou seja, se, por exemplo, um título público federal vence em determinada data do ano, são os bancos que asseguram que o pagamento feito pelo Tesouro Nacional na data do resgate vai ser creditado nas contas dos diversos detentores deste ativo no dia e na hora pactuados na data da emissão do título.

Quando uma empresa autoriza a realização de uma transferência eletrônica de recursos para a quitação de um pagamento a fornecedores, esta transação é cursada com um lançamento a débito em tempo real na conta corrente do devedor e um crédito simultâneo na conta do credor. Este tipo de transação só é possível porque os bancos gerenciam o funcionamento das contas correntes de seus clientes e dispõem de sistemas proprietários que se comunicam em tempo real com as infraestruturas de mercado responsáveis pela liquidação destes fluxos.

Mais recentemente, o desenvolvimento do Pix revolucionou estes mecanismos de transferência ao conectar os sistemas legados das instituições que administram as contas de seus clientes ao Sistema de Pagamentos Instantâneos (SPI) desenvolvido pelo Banco Central, que liquida as operações de transferência uma a uma em tempo real (*Real Time Gross Settlement* – RTGS, na sigla em inglês).

Outro exemplo importante do papel dos bancos em termos dos fluxos que liquidam contratos e que efetuam pagamentos e recebimentos está associado ao funcionamento do mercado de derivativos. É através das instituições financeiras que cada contrato negociado neste segmento será registrado - em ambientes que tenham sido previamente homologados pelas autoridades econômicas - e liquidados na data de seus vencimentos em contas individualizadas de cada participante, dependendo se ao final do contrato sua posição seja credora ou devedora. Outros

eventos típicos deste mercado, como aporte de garantias e amortizações, também dependem da atuação desses agentes.

Estas funções são essenciais para o funcionamento das economias capitalistas. Transações financeiras são uma cadeia de compromissos interligados. Assim, uma eventual interrupção na liquidação de um desses fluxos pode comprometer toda sequência de pagamentos e recebimentos, dando origem ao chamado efeito dominó. Isto pode ocorrer por problemas operacionais – falhas nos sistemas de comunicação, falta de treinamento das equipes, esquemas de contingência inadequados – ou, o que é mais grave, em função da ocorrência de um descasamento de liquidez – temporária ou estrutural - que impeça aos bancos de dar curso a suas operações proprietárias ou nas de terceiros.

Já no papel de intermediários, os bancos asseguram que os fluxos de recursos sejam transferidos entre os agentes econômicos superavitários e deficitários. Isto ocorre quando operam na estruturação e distribuição primária dos instrumentos típicos dos mercados de títulos e de valores mobiliários – tais como títulos da dívida pública, ações e debêntures, etc. Ou ainda quando financiam diretamente seus clientes através de operações de crédito.

Nestes casos acabam por criar a moeda que vai sancionar as decisões de consumo e de investimento dos indivíduos e das empresas, em operações que não dependem de uma captação prévia que lhe dê lastro. Os volumes originados só estão sujeitos aos limites impostos pelas normas do Acordo de Basileia, ou seja, que o banco esteja suficientemente capitalizado para enfrentar a expansão de sua carteira de crédito. Em outras palavras, podem expandir suas carteiras de crédito sem que uma captação prévia tenha ocorrido, desde que em volumes que sejam compatíveis com seus níveis de Patrimônio Líquido.

As instituições financeiras cumprem também a função essencial de gestores da liquidez no mercado secundário de títulos públicos e privados. Operando sua carteira ou atuando em nome de terceiros, asseguram que a liquidez possa fluir entre os diversos participantes dos mercados e em direção aos ativos emitidos pelo setor privado e pelo Tesouro Nacional. No papel de *dealers* operacionalizam a estratégia de gestão da Dívida Pública Mobiliária Federal, o que é essencial para que o Governo seja capaz de gerenciar suas necessidades de financiamento de longo prazo.

São, portanto, primordialmente, empresas cujos modelos de negócios pressupõem o convívio permanente com três tipos de risco: (i) de crédito, que consiste na possibilidade de que ocorra a inadimplência do tomador do empréstimo; (ii) de mercado, ou seja, de que uma das variáveis que indexam suas posições passivas e ativas tenham um comportamento inesperado; e (iii) de liquidez, situação em que ocorre um descasamento dos fluxos de caixa entre suas obrigações e seus recebimentos. Para Goodhart (1998, p. 11):

It is probably fair to say that there is considerable agreement among central bankers and other economic policy makers that [banks'] unique balance sheet structure creates an inherent potential instability in the banking system.

Não é sem motivo, portanto, que uma das áreas mais importantes de uma instituição financeira é aquela que monitora seus níveis de solvência – inclusive em termos intradiários – de tal forma que ela seja capaz de honrar suas obrigações intertemporalmente. Contratos financeiros são obrigações e direitos que serão exercidos no futuro. Assegurar que não haverá descasamentos entre estes fluxos é o papel essencial das equipes que gerenciam as posições ativas e passivas dos bancos ao longo do tempo, especialmente dos chamados Pilotos de Reservas, profissionais responsáveis pelo monitoramento intradiário do caixa do banco.

Qualquer desconfiança de seus clientes ou de seus pares quanto a um eventual desequilíbrio dos fluxos de caixa ao longo do tempo pode provocar a quebra da instituição mesmo que a posteriori seja constatado que os desequilíbrios eram originalmente insuficientes para resultar na sua liquidação.

Isso porque é de se esperar que clientes provoquem uma corrida bancária caso identifiquem que sua instituição está assumindo posições excessivamente alavancadas ou especulativas e que poderá não ser capaz de honrar seus compromissos. Crises desta natureza são como profecias autorrealizáveis. Em outras palavras, quando uma instituição financeira perde a confiança de seus clientes - por informações verdadeiras ou meramente pela disseminação de boatos quanto a sua solidez - poderá conviver com problemas de descasamento de seus fluxos de caixa que serão tão maiores quanto maior for o nível de desconfiança quanto à solidez de seu balanço. Em situações assim, é normal que os clientes queiram receber seus recursos tempestivamente, o que pode antecipar o resgate de operações de captação que se liquidariam apenas no futuro. Canais de crédito se fecham, o que tende a piorar sua solvência. Assim, credibilidade, portanto, é o maior ativo que uma instituição precisa ter.

Outra peculiaridade da atividade bancária resulta do fato de que a quebra de uma instituição pode levar à insolvência de outras pelos efeitos de encadeamento mencionados anteriormente ou, simplesmente, se a crise de desconfiança se generaliza, atingindo instituições financeiramente saudáveis.

Se uma empresa do setor farmacêutico entra em falência seus funcionários e fornecedores certamente enfrentarão algum problema para receber seus direitos. Entretanto, para as demais empresas do segmento este episódio poderá ser até benéfico, na medida em que abre espaço para um aumento de suas respectivas fatias de mercado.

No caso do mercado financeiro essa situação é bastante distinta. A insolvência de uma instituição bancária, sobretudo as que sejam sistemicamente importantes por seu porte ou níveis de interconectividade, é um episódio que pode provocar prejuízos para além do segmento, como mostra a quebra do Lehman Brothers em 2008.

Assim sendo, em um setor com todas essas particularidades, que objetivos devem ser perseguidos pelos reguladores? A literatura sugere que o aparato regulatório deve, ao menos:

- Estabelecer limites máximos de alavancagem de forma que o patrimônio das instituições seja compatível – em volume e composição - com os riscos que elas assumem, incluindo-se mercado, crédito, liquidez e operacional;
- Fixar colchões de liquidez que sejam capazes de enfrentar os chamados eventos de cauda. Essas são situações extremas em que a ocorrência de um choque exógeno que altere abruptamente os preços dos ativos ou a generalização de um processo de corrida bancária acaba por provocar um *credit crunch*, ou seja, a interrupção temporária dos canais tradicionais de troca de recursos financeiros entre as instituições incumbentes e, entre elas e seus clientes;
- Criar instrumentos de garantia que funcionem como redes de proteção e que reduzam a percepção de risco dos clientes em relação a atividade bancária, como é o caso dos fundos garantidores de crédito, que asseguram aos

investidores o reembolso de parte de seus recursos caso sua instituição entre em *default*;

- Disponibilizar mecanismos que são administrados pela autoridade monetária e que sirvam para os bancos como canais de acesso a liquidez em situações de crises agudas, tais como as chamadas linhas de redesconto que os bancos têm junto aos bancos centrais.
- Regulamentar a constituição das chamadas Infraestruturas de Mercado que são firmas que administram ambientes de registro, negociação e liquidação das operações financeiras. Aquelas que oferecem o serviço de contraparte central – se tornando vendedora de todas as compras e compradora de todas as vendas - exercem o papel fundamental de mitigar a possibilidade de que o inadimplemento de um participante se transforme em uma crise sistêmica.

Estes objetivos básicos da regulação financeira são ainda mais desafiadores nos momentos em que a introdução de inovações radicais provoca mudanças intensas nos modelos de negócios dos participantes do setor. É o que está acontecendo mais recentemente com a difusão das tecnologias de Computação em Nuvens, de Registros Distribuídos, de Criptografia ou ainda das diversas modalidades de Inteligência Artificial.

Nesse caso, como mencionado anteriormente, o desafio do regulador é o de evitar que a disseminação dessas novas tecnologias implique em aumento dos riscos de solvência dos sistemas financeiros e, ao mesmo tempo, que suas normas venham a inibir o ímpeto inovador dos novos entrantes.

A seção seguinte consolida os argumentos que têm sido apresentados por especialistas e autoridades econômicas acerca da eventual necessidade de o País reformar seu padrão de regulação. Esta transformação se justificaria em resposta aos desafios impostos pela emergência de novos atores que estariam a exigir um rebalanceamento dos perímetros de atuação entre o Banco Central do Brasil e a CVM na direção de uma configuração alicerçada no padrão de Duas Torres.

4.8 Twin Peaks no Brasil: por quê?

A Secretaria de Reformas Econômicas anunciou ao longo de 2024 o apoio do Ministério da Fazenda a um conjunto de micro reformas financeiras, a maior parte delas já consolidadas na forma de Projetos de Lei. Em comum objetivam, genericamente, promover o aprimoramento do ambiente de negócios nos mercados financeiro, de capitais, de crédito e de seguros. A agenda é bem diversificada e inclui, entre outros temas, questões como: i) a criação de um regime aplicável aos processos de Resolução de Instituições Financeiras; (ii) o aprimoramento na Lei de Falência e; iii) a modernização do arcabouço legal que regula o funcionamento das Infraestrutura de Mercado.

Algumas outras propostas de reformas financeiras foram trazidas ao debate pelo Governo, ainda que não tenham sido formalmente apresentadas ao Congresso. Dentre elas merecem destaque a ideia de alterar o padrão de tributação das aplicações financeiras - visando sua simplificação e convergência aos padrões internacionais - e a adoção do modelo de regulação financeira conhecido como "*Twin Peaks*", (ou "Duas Torres", em tradução livre).

A rigor, uma pergunta essencial que deveria estimular o debate no caso brasileiro é quais são as fragilidades do modelo atual e que problemas o novo arranjo institucional pretende resolver? Feito este diagnóstico e constatando-se que a inovação traria benefícios aos novos reguladores e a seus regulados, o passo seguinte seria o de redesenhar o aparato institucional deixando claramente determinados as atribuições e os recursos financeiros, humanos e tecnológicos compatíveis com as missões de cada uma das duas Torres.

Neste processo, é fundamental que os mecanismos de coordenação entre elas estejam claramente delineados ou seja, que os canais institucionais que permitem a troca permanente de informações sobre os mercados e seus agentes estejam solidamente constituídos na largada. Só assim será possível mitigar os riscos potenciais de conflitos de interesses, de superposição de competências ou de vácuos regulatórios que poderão emergir com a nova arquitetura.

A Grande Crise Global de 2008 afetou severamente todos os mercados financeiros relevantes que operavam com modelos de regulação distintos entre si. Isto desencadeou um intenso debate sobre como aprimorar as estruturas regulatórias em cada jurisdição envolvendo, particularmente as entidades internacionais formuladoras de padrões de regulação e

supervisão como o BIS – *Bank of International Settlements* e a IOSCO - *International Organization of Securities Commission*.

Visando ilustrar este debate, o item seguinte apresenta sucintamente o caso inglês, uma das jurisdições em que o aparato regulatório foi totalmente reformado em resposta às fragilidades legais e infralegais que a crise de 2008 explicitou e que pode servir de farol nas discussões em curso no Brasil.

4.8.1 Lições do caso britânico

Antes da eclosão da crise, as regulações prudencial e de conduta estavam concentradas no Reino Unido em uma única instituição a FSA – *Financial Stability Agency*. Este formato, segundo o estudo desenvolvido pelo chamado *Group of Thirty* (2008), apresentava como principal vantagem espelhar o processo de surgimento dos grandes conglomerados financeiros. Como se viu, esta estrutura integrada não foi capaz de “interpretar” os sinais da instabilidade que se acumulavam muito antes da eclosão da crise.

O desabafo da Rainha Elizabeth em encontro com economistas da *London School of Economics* algumas semanas após o início da crise é sintomático da perplexidade que atingiu a todos em 2008: “*Why did no one see it coming?*”⁵⁴ Documento produzido pelo Governo Britânico que avaliou as principais falhas do aparato regulatório tenta responder:

All responsibility for financial regulation was in the hands of a single, monolithic regulator, the Financial Services Authority, and there was clearly, in the run-up to the financial crisis, too much reliance on ‘tick-box’ compliance⁵⁵

Nesse sentido, técnicos da FSA responsáveis pelas regulações de conduta e prudencial, entrevistados para um estudo produzido por Macahyba e Torres (2014), afirmaram que embora estivessem em uma mesma estrutura institucional as equipes pouco interagiam: “... trocávamos informações nos elevadores...”⁵⁶

⁵⁴ Disponível em: <https://www.dailymail.co.uk/news/article-1083290/Its-awful--Why-did-coming--The-Queen-gives-verdict-global-credit-crunch.html>. Acesso em 12 ago. 2025.

⁵⁵ *HM Treasury (2011), A New Approach to Financial Regulation: the Blueprint for Reform*. Disponível em: <https://www.gov.uk/government/consultations/a-new-approach-to-financial-regulation-the-blueprint-for-reform>

⁵⁶ Mercado https://static.portaldaindustria.com.br/media/filer_public/54/3b/543b4649-be08-4b23-b7ae-b6845df5de0f/os_mercados_brasileiro_e_britanico_de_titulos_corporativos_2014.pdf

No lugar de um regulador único, a reforma introduziu no Reino Unido o modelo de Twin Peaks. Nesta nova configuração, foi criada a *Prudential Regulation Authority* (PRA) subordinada ao *Bank of England*, que ficou responsável por zelar pela estabilidade do sistema financeiro doméstico – a 1ª Torre. Já as iniciativas de proteção do consumidor ficaram sob responsabilidade da *Financial Conduct Agency* (FCA) – a 2ª Torre. Além do Reino Unido, outras jurisdições também adotam esta institucionalidade – do que são exemplos Austrália e Canadá, além de 4 outros mercados de menor porte (Godwin et al., 2017).

As crises financeiras que vivenciamos nas últimas décadas deixaram ao menos uma certeza: as áreas de sombra regulatória são o local mais propício para o surgimento de novas fontes de risco. É neste espaço que os agentes financeiros arbitram suas obrigações, alavancam seus limites e reduzem suas margens de segurança. Assim, o modelo de regulação ideal é aquele que respeite as características institucionais de cada jurisdição, se adeque a aspectos específicos dos mercados locais e que seja capaz de mitigar o risco de arbitragem regulatória e a possibilidade da ocorrência de crises sistêmicas.

Estes episódios, em geral, se originam a partir do acirramento das fragilidades financeiras de instituições de grande porte, as chamadas *too big to fail*. A quebra de uma firma com este perfil pode desencadear um efeito dominó, já que os fluxos de caixa das instituições que operam no mercado financeiro são integrados, ou seja, a liquidação de uma obrigação para um participante significa uma saída de caixa. Para quem recebe, representa uma entrada que, por sua vez, poderá ser utilizada para extinguir um compromisso financeiro com outra contraparte. Um elo que se rompa nesta cadeia tem o potencial de espalhar descasamentos nesses fluxos, com efeitos imprevisíveis sobre a solvência do sistema.

Feita esta breve descrição dos padrões de regulação adotados nas principais praças financeiras e as transformações ocorridas no Reino Unido, o próximo item trata da proposta de alteração da arquitetura regulatória do Brasil, na direção do modelo de Twin Peaks. Iniciado no ano passado, o debate continua ativo na agenda dos reguladores nacionais envolvendo, sobretudo, a discussão de como ficaria a nova distribuição de competências entre a CVM e o Banco Central. Certamente, um dos aspectos mais sensíveis deste debate diz respeito à distribuição de atribuições entre as duas Autarquias no que tange à regulação e supervisão dos fundos de investimentos locais.

Até o momento, o Governo não apresentou nenhuma proposta formal, nem tampouco qualquer estudo sobre o tema que justificasse a mudança. Consequentemente, as opiniões emitidas pelos analistas privados – sistematizadas a seguir - apontam, genericamente, quais seriam as eventuais virtudes e os prováveis riscos associados à implementação dessa reforma. De fato, uma transformação dessa natureza precisará estar fundamentada em uma análise cuidadosa que identifique as fragilidades da arquitetura atual e os arranjos institucionais capazes de superá-las.

4.8.2 O debate no Brasil

Inicialmente, merece ser destacado o fato de que a discussão sobre a mudança da arquitetura regulatória no Brasil ganhou tração como contraponto à tramitação no Senado do Projeto de Emenda Constitucional 65/23 que concede autonomia financeira, administrativa e patrimonial ao Banco Central, transformando-o em empresa pública.

A partir de 2021, a Autarquia passou a dispor formalmente de autonomia operacional. A Lei Complementar que introduziu esta inovação institucional previa ainda que o Banco Central do Brasil deveria dispor de autonomia financeira e administrativa. Na prática, isto significaria que a instituição passaria a elaborar e executar seu próprio orçamento, financiando suas despesas com recursos próprios. À época ficou evidente que essa transformação institucional exigiria mudanças na Constituição Federal. Assim sendo, a PEC 65/23 que pretende complementar as alterações introduzidas em 2021 traz, entre outras inovações, a proposta de que a Autoridade Monetária passasse a financiar suas despesas orçamentárias apropriando-se das chamadas receitas de senhoriagem.

O anúncio de que a migração para o modelo de Twin Peaks estaria na pauta da Secretaria de Reformas Econômicas teve o “efeito colateral” de provocar a desaceleração no ritmo de tramitação da PEC do Banco Central.

Em todos os países que adotam o modelo de Duas Torres, os bancos centrais têm especial protagonismo, para além das missões que são típicas destas instituições. O que se viu após a Grande Crise de 2008 foi a ampliação do papel dos BCs, sobretudo na direção do aumento de

seus perímetros de atuação. Assim, a amplitude da autonomia financeira e administrativa do BCB defendida na PEC 65/23 dependeria, entre outras dimensões, da identificação de suas atribuições na nova arquitetura regulatória. A condução lógica destas questões seria primeiro debater a reformulação do modelo de regulação para, em paralelo, definir como financiar as novas entidades.

Para além destas questões, o que realmente parece fundamental neste debate é que ele se pautar pelo objetivo de identificar os mecanismos por meio dos quais o novo marco regulatório poderia ampliar a estabilidade, segurança e solidez do Sistema Financeiro Nacional.

Esta é uma tarefa cuja implementação não é simples. Deve-se ressaltar que a ideia de reformar a arquitetura regulatória no País na direção do modelo de Duas Torres foi bem recebida, considerando-se as diversas manifestações de especialistas⁵⁷ que trataram de destacar suas principais virtudes. Há, entretanto, uma questão central que não foi suficientemente debatida e que deveria merecer particular atenção do Governo antes mesmo da proposta de reforma ser encaminhada ao Congresso: quais são as eventuais fragilidades do modelo atual que a nova arquitetura pode mitigar?

Um primeiro passo para responder a esta pergunta pode ser encontrado na publicação *Financial Sector Assessment Program (FSAP)* que é resultado de uma pesquisa coordenada pelo FMI e Banco Mundial nos principais centros financeiros do planeta. Realizada a cada cinco anos, no caso do Brasil, seus dois objetivos são aferir em cada jurisdição a estabilidade e solidez do setor financeiro e avaliar sua possível contribuição para o crescimento e o desenvolvimento dos países.

O último relatório para o Brasil é de 2018. Em resumo, a avaliação expressa nesse documento indicava que o sistema bancário brasileiro se encontrava sólido e resiliente e que o aparato regulatório no País estava bem alinhado às melhores práticas adotadas nos principais centros financeiros. É o que revelam os trechos reproduzidos a seguir. Note-se que o atraso na

⁵⁷ Ver: Jornal **Valor** (08/2024); “Super regulador é padrão ouro”. Disponível em: <https://valor.globo.com/financas/noticia/2024/07/18/proposta-de-super-regulador-no-mercado-de-capitais-e-padrao-ouro-diz-fraga.ghtml>. Acesso em 5 jan. 2026.

atualização deste trabalho – prevista originalmente para 2023 - deveu-se à crise da Covid 19. Uma nova avaliação deve estar disponível este ano. Assim:

Banks are broadly resilient to severe macrofinancial shocks and are generally well-positioned to manage short-term and medium-term liquidity pressures and interbank contagion seems limited.

[...]

The securities commission's (CVM) oversight of financial market infrastructures and issuers' financial disclosure is in line with international standards.⁵⁸

É importante notar a respeito da Grande Crise de 2008, que duas percepções se consolidaram entre os formuladores de padrões regulatórios após se debruçarem sobre este episódio disruptivo. A primeira delas foi a confirmação de que estavam praticamente eliminados os limites que separam as operações originadas no mercado de capitais e aquelas que são típicas do sistema bancário tradicional. A outra foi a constatação de que havia um conjunto de instituições fora do radar dos reguladores prudenciais capaz de contaminar a solidez das instituições reguladas em função das intrincadas conexões financeiras existentes elas. O episódio de 2008, portanto, descortinou o quanto as NBFi – Non-Banking Financial Institutions (Instituições Financeiras Não Bancárias) foram importantes na origem e na amplificação dos efeitos da crise. Deste então, alguns destes agentes passaram a ser alvo de medidas de natureza microprudencial. A exigência de que os bancos estejam “atentos” aos riscos que emergem de suas relações com os NBFi – o chamado step in risk – virou tema frequente na pauta dos banqueiros centrais.

No caso brasileiro, a discussão acerca desta pauta tem sido cada vez mais intensa. Desde 2021, o BCB por força da Resolução BCB nº 38 recebe periodicamente informações agregadas sobre a indústria de fundos – tais como patrimônio líquido, quantidade de cotas e de cotistas, entre outras. Já algumas informações relevantes do ponto de vista prudencial como composição da carteira, valor diário das cotas, limites e diversificação de riscos entre outras são compiladas pela CVM. É ela quem regula, fiscaliza e pune os agentes que operam neste segmento mercado.

Cabe reconhecer que do ponto de vista da regulação prudencial está em curso no Brasil, e em outras várias jurisdições, um debate acerca da relevância crescente destes investidores

⁵⁸ FMI (2018); Brazil - Financial System Stability Assessment, p. 5.

institucionais nos sistemas financeiros, em função dos volumes de recursos que administram e da interconectividade com outros agentes. Será que estas duas características não justificariam uma atuação mais efetiva da Autoridade Monetária⁵⁹ a fim de assegurar que as decisões de alocação destes agentes não se transformem em indutores de crises de liquidez?

Recorde-se, a título de exemplo, que a prisão do dono do BTG, Andre Esteves, em 2015, provocou uma corrida de saques contra os fundos administrados pela Instituição que levantou incertezas quanto a solidez do próprio banco. Estima-se que os clientes tenham regatado cerca de R\$ 20 bilhões em poucos dias. À época especulou-se que sem o socorro de alguns de seus parceiros mais frequentes e do Fundo Garantidor de Crédito – que abriu uma linha de crédito para o banco no valor de R\$ 6,0 bilhões - a instituição teria enfrentado problemas bem mais graves. Um estrangulamento de liquidez que compromettesse o funcionamento do sétimo maior banco do País à época, poderia desencadear uma crise de confiança capaz de atingir todo o sistema financeiro nacional.

Outra variável relevante na montagem do arcabouço regulatório diz respeito às respostas de cada país às crises financeiras internacionais, que se tornaram mais frequentes ao longo dos anos 1990. Assim, é o conjunto de dessemelhanças entre as diversas jurisdições que vai dar origem a sistemas financeiros singulares. Ou, mais precisamente, com níveis diferentes de diversificação de mercados, de participantes, de sofisticação dos produtos e serviços ofertados, de infraestruturas operacionais, entre outras características. Centros financeiros mais desenvolvidos, como Nova Iorque e Londres, que atraem recursos do mundo todo, têm configurações regulatórias completamente distintas entre si. Enquanto no Reino Unido o padrão de regulação está assentado na existência de dois reguladores – um deles responsável pelas normas de cunho prudencial e outro pelas regras de conduta – nos EUA o que se observa é uma pulverização de competências entre entidades que atuam em segmentos específicos de mercado.

A maior ou menor interconexão com outras jurisdições é outra variável importante a ser considerada neste debate. Quanto mais internacionalizados forem os mercados, mais próximos devem ser o marco regulatório e as condições operacionais àqueles adotados nas

⁵⁹ Jornal Valor (03/2025), “CVM está mais próxima da indústria de fundos do que o BC”.

principais praças internacionais, independentemente do padrão de regulação adotado em cada país. Isto significa, desde a adesão aos macro princípios que compõem o Acordo de Basileia, até a adoção de regras internacionalmente padronizadas para o registro e liquidação de operações financeiras ou para o envio de mensagens transfronteiriças. Este esforço de padronização visa permitir que as transações financeiras cruzem fronteiras sem maiores empecilhos. Convergência regulatória também evita as instituições concentrem suas operações em mercados que tenham padrões de regulação menos rigorosos.

Assim, a adoção de boas práticas consolidadas nos manuais produzidos pelas entidades transnacionais de regulação e supervisão é, na prática, um pré-requisito indispensável para que um País seja capaz de atrair investidores estrangeiros para seus mercados. Consequentemente, os limites de atuação das autoridades domésticas também estão condicionados à necessidade de construção de um arcabouço regulatório que seja harmônico aos padrões internacionais.

Um bom exemplo são as recomendações aprovadas no âmbito da *Financial Action Task Force* (FATF). Esta entidade, que conta com a adesão de 40 países, é responsável por propor medidas destinadas a combater a lavagem de dinheiro e o financiamento ao terrorismo, através dos fluxos de recursos financeiros que atravessam fronteiras. O Brasil é membro desta força-tarefa e, com isso, se comprometeu a adotar todos os princípios produzidos pelo FATF.

Na prática, isto determina que o Banco Central do Brasil (BCB) e a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) devem editar e supervisionar o cumprimento de regras que obriguem os participantes dos mercados financeiro e de capitais a informar ao Conselho de Controle de Atividades Financeiras (COAF) quaisquer transações que possam parecer suspeitas de estarem associadas a essas ilicitudes. Técnicos ligados ao FAFT visitam periodicamente os principais centros financeiros a fim de se certificarem que os marcos regulatório e legal estão em conformidade com as recomendações da entidade.

Instituições que estejam localizadas em países que não tenham aderido a esses princípios ou que a regulamentação não esteja completa, estão sujeitas a uma série de limitações para liquidarem operações transfronteiriças. A Força Tarefa divulga, inclusive, duas listas (*Black and*

Grey Lists) que apontam os países que estão em fase preliminar de adaptação às recomendações (*Grey List*) e aqueles que não estão aderentes a esses princípios (*Black List*)⁶⁰

Outra questão que está na agenda dos reguladores nacionais é a crescente participação das SCD - Sociedades de Crédito Direto – reguladas pelo BCB - na originação de operações de crédito e a relação entre elas e os FIDCs – Fundos de Investimento em Direitos Creditórios, que são regulados pela CVM. As SCDs precisam de capital próprio para conceder crédito através de plataformas eletrônicas. Após a originação, elas repassam estas operações para as carteiras de FIDCs que passam a ser os credores do tomador original, reconstituindo assim a capacidade da SCD de originar novas operações. Assim, estas estruturas expandem a oferta de crédito na proporção do *funding* captado pelos gestores de FIDCs. Estão, portanto, fora do alcance dos instrumentos que o Banco Central dispõe para limitar a atuação dos bancos neste segmento. Em outras palavras, reduzem a capacidade da Autoridade Monetária em controlar o agregado de crédito na economia.

O debate sobre a mudança do padrão de regulação financeira no Brasil deve estar também pautado pelo objetivo de aprimorar a arquitetura regulatória vigente, de maneira que fiquem asseguradas condições equitativas (*Levelling Play Fields*) para todos os participantes. Em especial, pela fixação de regras prudenciais e de conduta aplicáveis às Instituições Financeiras não Bancárias que sejam sistemicamente importantes e cujos portfólios e níveis de interconectividade representem algum tipo de risco para a estabilidade do Sistema Financeiro Nacional.

Outra preocupação deve recair sobre os novos entrantes que veem ganhando espaço em diversos mercados relevantes, à medida que se difunde rapidamente a utilização de um vasto conjunto de inovações tecnológicas (como a computação em nuvens, a tecnologia de registros distribuídos, os sistemas de pagamentos instantâneos, a tokenização dos títulos e valores mobiliários e a disseminação do uso de contratos inteligentes, entre outras). Estas inovações

⁶⁰ Disponível em: <https://www.fatf-gafi.org/en/countries/black-and-grey-lists.html#:~:text=O%20GAFI%20identifica%20jurisdi%C3%A7%C3%B5es%20com,e%20foram%20exclu%C3%AD dos%20do%20processo>. Acesso em: 15 jan. 2026.

estão a exigir a ampliação do perímetro regulatório das autoridades de forma a incorporar os novos participantes do sistema e seus modelos de negócios não tradicionais.

Nesse sentido, por exemplo, o que são mesmo Bancos Digitais? O Banco Central aprovou uma proposta visando a regulamentação do uso do nome “banco” por instituições que não tenham a licença para funcionar como tal. Boa parte das firmas que se apresentam como Bancos Digitais são, na verdade, conglomerados financeiros que têm autorização para funcionar como Instituições de Pagamentos em associação à Sociedades de Crédito, Financiamento e Investimento. Com esta iniciativa, a Autoridade deixou claro para o mercado sua preocupação em delimitar precisamente os espaços corretos de atuação desses novos entrantes.

Da mesma forma, a rápida expansão de plataformas digitais de distribuição de produtos financeiros e o aumento expressivo de profissionais que “lidam” com investidores, entre eles os chamados Influenciadores Financeiros, estão a exigir mudanças no marco regulatório acerca do dever de *suitability*, ou seja, da avaliação acerca da compatibilidade entre o nível de sofisticação financeira do investidor e os produtos que lhe são oferecidos. Até onde podem atuar estes influenciadores? Que limites existem em fazer a propaganda de um produto financeiro e recomendá-lo?

Por fim, o debate acerca da decisão quanto à migração para o novo padrão deve levar em conta os recursos humanos e financeiros que precisarão ser mobilizados neste processo. Embora o Governo tenha retomado a prática de realização de concursos públicos, é essencial constatar que as duas Autarquias que serão mais afetadas pelas mudanças (Banco Central do Brasil e CVM) têm perdido contingentes expressivos de servidores que se aposentaram nos últimos anos e que não foram substituídos. No caso da Autoridade Monetária, o número de servidores ativos encolheu cerca de 33% entre 2010 e 2023. Qualquer alteração no marco regulatório que não considere a necessidade de recompor as capacidades operacionais e técnicas destas duas instituições tem grandes chances de não lograr seu principal objetivo, que deve ser a ampliação da segurança e da resiliência do mercado financeiro nacional.

Outras variáveis precisam ser consideradas antes de que o Governo retome essa agenda. Reformas institucionais deste porte exigem uma participação ativa do poder legislativo. No cenário atual, esta pode ser uma limitação bastante relevante. O ambiente político mais

acirrado pode prejudicar a condução dos debates que têm nuances bastante técnicas. Prova destes possíveis desafios é a dificuldade de o Executivo em ocupar várias das cadeiras que estão abertas no BCB e na CVM há alguns meses. A longa tramitação do projeto que dá autonomia financeira à Autoridade Monetária também é reveladora das diferentes visões existentes entre o Executivo e o Judiciário.

4.9 Conclusão

Não há um modelo de regulação que possa ser considerado como um padrão recomendado universalmente. Dado o estágio de desenvolvimento do mercado financeiro brasileiro e de sua arquitetura regulatória, uma evolução desejável consistiria em amplificar o espectro de atuação da regulação prudencial para incorporar neste perímetro os agentes que são crescentemente importantes no provimento de serviços financeiros e detentores de portfólios, cujos movimentos podem causar instabilidade financeira.

Nesse sentido, convém ressaltar que ao aumentar os níveis de capital mínimo das instituições, no final de 2025, o Banco Central deu um passo importante na direção do aperfeiçoamento das regras prudenciais. O mesmo se pode dizer das regras que passaram a impedir o uso do nome Banco em instituições que não tenham autorização para funcionarem como tal.

Outras iniciativas incrementais como estas, e que fossem previamente discutidas entre todas as autoridades regulatórias, poderiam ampliar os mecanismos de controle da solidez financeira do sistema, dispensando a implementação da reforma ora em debate. O ponto de partida destas iniciativas passa por uma ampliação dos mecanismos de cooperação entre os reguladores que envolvam a troca permanente de informações, sobretudo aquelas que digam respeito ao equilíbrio financeiro de seus regulados. Ideia fácil de formular, mas que encontra barreiras institucionais difíceis de superar, em especial num contexto em que as restrições orçamentárias limitam as possibilidades de adoção de inovações que ampliem o raio de atuação das políticas públicas.

Embora não exista nenhuma proposta oficial do Governo que seja de domínio público é possível, do ponto de vista analítico, afirmar que uma mudança desta envergadura precisa ser precedida de uma análise rigorosa de quais são as principais fragilidades do modelo atual, para que então seja possível avaliar de que forma a nova arquitetura institucional vai lidar com elas.

O diagnóstico de que há instituições relevantes que estão fora do perímetro da regulação prudencial – o ministro fez menção específica aos fundos de investimentos financeiros - está correto, mas não é o único aprimoramento a ser considerado em um projeto de reforma.

O estudo da CVM mencionado anteriormente mapeou um conjunto de desafios na mudança do regime regulatório aqui tratada, e os níveis de esforço a eles associados, procurando traçar uma avaliação da medida e sugerindo uma implementação faseada que compreenda ajustes de percurso e aprendizados. Mas há uma série de condicionantes que podem ser adicionados a essa evolução.

A esse respeito, um caminho possível para a montagem de uma agenda inicial é consultar os planejamentos estratégicos de entidades como o BIS e a IOSCO. Lá, três temas estarão em evidência: i) como regular o processo de difusão das novas tecnologias nos mercados financeiro e de capitais, buscando um equilíbrio entre iniciativas que mitiguem a ascensão de novos riscos ou mesmo acirramento dos já existentes, sem que o excesso de exigibilidades acabe por desestimular a adoção dessas inovações e, conseqüentemente, termine por inibir o surgimento de novos entrantes; ii) como trazer para o perímetro regulatório os Intermediários Financeiros não Bancários, que por seus tamanhos e interconectividade com os incumbentes, passaram a merecer um olhar bastante mais atento dos reguladores prudenciais e; iii) como integrar, em um esforço de construção multidisciplinar, os agentes públicos que lidam com as regulações prudencial e de conduta, que atuam na defesa da concorrência e que são responsáveis pelas políticas de proteção dos direitos de imagem e de privacidade .

Por fim, ao analisar a eventual decisão de transferir da CVM para o Banco Central, o papel de supervisor dos fundos de investimentos, as autoridades precisarão ter conta que o regulador de valores mobiliários acumulou, ao longo dos anos, grande expertise acerca do funcionamento deste mercado, que contempla participantes de perfis muito distintos, combinando múltiplas estratégias de negócios.

Ademais, as bases de dados da CVM reúnem informações detalhadas dos gestores e administradores de carteira, incluindo-se os regulamentos, prospectos, lâminas de risco, composição de suas carteiras, valor de suas cotas, entre outras. Desse modo, transferir a tarefa de supervisioná-los para o Banco Central exigiria a realização de investimentos significativos

na curva de aprendizado pela autoridade monetária, em especial na contratação e treinamento de funcionários para lidar com a nova atribuição.

Esta questão é particularmente relevante, tendo-se em conta que boa parte das fragilidades financeiras existentes no aparato regulatório nacional é reflexo do subfinanciamento das atividades desenvolvidas pelas autoridades regulatórias. Assim, outra questão essencial a ser equacionada, se a decisão for pela mudança de padrão, é a de como financiar o funcionamento das “Duas Torres”, à luz das competências que cada uma delas passará a ter.

5 CONCLUSÃO

A análise das transformações por que passou o Sistema Financeiro permitiu mostrar que as iniciativas e reformas empreendidas no pós estabilização lograram êxito em ampliar a profundidade dos mercados financeiro e de capitais doméstico e em propiciar um ambiente de negócios operado por participantes e infraestrutura sujeitos a padrões regulatórios internacionais. Este sucesso pode ser aferido pela expansão significativa dos volumes cursados nos diversos segmentos de negócios que compõem o SFN. O estoque de riqueza financeira em relação ao PIB dobrou entre 2003 e 2020.

Como observado ao longo da tese, as mudanças nos marcos legais e infralegais que viabilizaram estas transformações buscaram inspiração no receituário internacional. Aderir aos princípios emanados pelas entidades transnacionais de regulação e de supervisão era o caminho mais rápido para tornar o mercado nacional amigável aos detentores de capital externo, visando atraí-los para operações estruturadas, distribuídas, transacionadas e custodiadas no País, todas elas denominadas em Reais e liquidadas na moeda nacional.

Em 2015, os não residentes chegaram a deter cerca de 20% do estoque da dívida pública. Neste mesmo ano, o Brasil perdeu sua condição de grau de investimento e esta participação rapidamente despencou. Em 2025, os estrangeiros eram proprietários de cerca de 11% desse estoque. Já no mercado bursátil, tiveram participação muito relevante nos anos em que as empresas brasileiras decidiram por abrir seus capitais na bolsa local. Em 2007 e 2008 (até o final do 1º semestre) adquiriram posições majoritárias em quase todas as operações de *Initial Public Offering* (IPO). Em 2025, responderam por 62% do volume negociado com ações no mercado brasileiro, considerando compras e vendas.

Importante apontar que a modernização do SFN ocorreu em um período marcado por fortes turbulências, provocadas inicialmente pela sequência de crises que atingiram os emergentes na segunda metade dos anos 1990. O SFN também foi testado em episódios domésticos como a maxidesvalorização de janeiro de 1999, que provocou a quebra de dois bancos de médio porte e que teve reflexos na liquidez da bolsa brasileira. Grave também foi a crise provocada pela disseminação de contratos tóxicos de derivativos que, em 2008, provocou a liquidação de empresas de grande porte, como a Sadia e a Aracruz Celulose e que ajudou a piorar a situação financeira do Unibanco, que acabou se fundindo ao Itaú neste mesmo ano.

A sequência de crises financeiras e as políticas públicas utilizadas para combatê-las acabaram por dar origem a um mercado financeiro com um elevado grau de concentração. Segundo o Relatório de Estabilidade Financeira de abril de 2025, o RC4, ou seja, a Razão de Concentração dos Quatro Maiores (Banco do Brasil, Caixa, Itaú e Bradesco) apontava que este grupo de instituições respondia por 54,7% dos ativos totais, 57,1% dos Depósitos e 57,9% do estoque de Operações de Crédito. Em algumas modalidades esta concentração era ainda maior, como é o caso do crédito consignado em folha (RC = 62,7%) e cheque especial (RC = 68%).

A questão da defesa da concorrência não esteve entre as prioridades das autoridades econômicas, nos anos subsequentes à edição do Plano Real. Tal fato pode ser explicado pela necessidade de eliminar do mercado instituições com modelos de negócios incompatíveis com níveis de inflação mais baixos, mas ao mesmo tempo evitar que a insolvência de um participante de grande porte pudesse provocar uma crise de confiança em relação a solidez do sistema financeiro nacional.

A questão da resiliência e avanços na regulação prudencial são, portanto, pano de fundo para a discussão sobre concorrência e concentração no sistema financeiro. Essa discussão abrange questões sobre a hegemonia decisória do Banco Central nos julgamentos de atos de concentração envolvendo instituições financeiras por ele reguladas.

A esse respeito, o CADE em alguns episódios bastante simbólicos, alegou no Judiciário que as operações de fusão e de aquisição envolvendo instituições reguladas pelo Banco Central também deveriam passar pelo seu crivo. A história desse conflito apresentou duas guinadas institucionais importantes nos últimos dez anos. A primeira delas, após a assinatura de um Memorando de Entendimentos entre as duas instituições, em 2018, e, a segunda, a partir da aprovação da Lei Complementar nº 179, em 2021.

No primeiro caso, ficaram estabelecidos os limites e as regras de cooperação entre as duas autoridades, que devem atuar, dentro das suas prerrogativas legais, visando assegurar que as decisões sejam complementares, ou seja, que não haja uma exclusão mútua, mas sim uma hierarquia funcional: a estabilidade é o pressuposto para que a concorrência gere benefícios sociais sustentáveis.

O segundo marco, a Lei Complementar nº 179, por sua vez, ao tratar das missões do Banco Central, explicitou a posição de que a estabilidade de preços e a preservação da higidez do sistema financeiro nacional são os objetivos primordiais da Autoridade Monetária, mas que a concorrência é um objetivo legal obrigatório.

Outra questão abordada na tese, que envolve os limites de atuação de duas autoridades públicas, está relacionada às competências do Banco Central do Brasil e da Comissão de Valores Mobiliários para tratarem de temas que estão nas bordas que separam as regulações prudencial e de conduta.

Este debate mobiliza autoridades de regulação no mundo inteiro. Pesquisa realizada pelo *Financial Stability* revelou que entre 2008 e 2018, 11 entre as 79 jurisdições analisadas mudaram seus modelos de supervisão, em resposta aos novos desafios à estabilidade dos mercados financeiros que se explicitaram após a Grande Crise de 2008.

No Brasil, a discussão da mudança do padrão Setorial para o de Duas Torres foi conduzida pela Secretaria de Reformas Econômicas ao longo de 2024 e tratou apenas de listar argumentos superficiais em favor ou contrários a essa proposta. As alegações dos que sugerem a necessidade de implementar esta inovação institucional estão fundamentadas na ideia de que é necessário concentrar em uma única entidade todas as atividades de supervisão e regulação prudencial, independentemente do tipo de licença que a instituição tenha para operar.

Como não houve a divulgação de uma proposta oficial do Governo restou, do ponto de vista analítico, afirmar que uma mudança desta envergadura precisa ser precedida de uma análise rigorosa sobre quais são as principais fragilidades do modelo atual, para que então seja possível avaliar de que forma o novo modelo vai tratá-las.

Nesse sentido, exemplos da experiência internacional indicam que está correto o diagnóstico de que há instituições relevantes que estão fora do perímetro do regulador prudencial. O ministro Fernando Haddad enfatizou mais de uma vez suas preocupações em relação aos fundos de investimentos financeiros.

Entretanto, a simples transferência do papel de supervisionar estes investidores institucionais da CVM para o Banco Central desconsidera o fato de que o regulador de valores mobiliários acumulou ao longo dos anos uma grande *expertise* sobre o funcionamento deste mercado. Suas bases de dados reúnem informações detalhadas dos gestores e administradores de carteira, incluindo-se os regulamentos, prospectos, lâminas de risco, composição de suas carteiras, valor de suas cotas, entre outras. Transferir a tarefa de supervisioná-los para o Banco Central exigiria a realização de investimentos significativos na curva de aprendizado, em especial na contratação e treinamento de funcionários para lidar com a nova atribuição.

Assim, a motivação apontada pelo ministro isoladamente é insuficiente para justificar a implementação de uma reforma que é bastante complexa e que, ademais, precisaria envolver também a Susep e a Previc.

Portanto, a principal conclusão que pode ser retirada desta tese é a ideia de que há sobre a mesa uma agenda de transformações que os reguladores domésticos terão que enfrentar nos próximos anos. Qualquer que seja o item da agenda, será necessário encará-los a partir de uma ótica multidisciplinar, que se inicia pela constituição de mecanismos institucionais de cooperação entre as autoridades listadas anteriormente, mas que também inclua as agências responsáveis pela proteção dos dados e da privacidade dos indivíduos e aquela que venha regular a atuação das plataformas digitais.

Este, por exemplo, foi o caminho adotado pelos reguladores do Reino Unido, em 2020. Neste ano foi criado o *Digital Cooperation Regulation Forum (DCRF)* que reúne os reguladores de conduta (*Financial Conduct Authority- FCA*), de defesa da concorrência e dos direitos dos consumidores (*Competitions and Market Authority - CMA*) e de proteção de dados (*Information Commissioner's Office – ICO*).

O DCRF foi estruturado para enfrentar os desafios impostos pela rápida expansão dos serviços digitais e o crescimento acelerado do poder de mercado das grandes plataformas globais. A iniciativa partiu do pressuposto de que somente adotando uma abordagem multidisciplinar, é possível desenvolver um marco regulatório aplicável a estes atores, que são intensivos em inovação e que atuam multisetorialmente.

Assim, a análise do termo de referência desta iniciativa inglesa é um bom roteiro de como devem atuar seus membros, sempre que se apresentem situações de conflito que envolvam potenciais interseções de competências.

Nesse sentido, a constituição no Brasil de fóruns com perfil semelhante, ajudaria a organizar discussões como as que estão em curso no Ministério da Fazenda e no Congresso Nacional, envolvendo temas como a autonomia financeira e administrativa do Banco Central, o rebalanceamento das atribuições da Autoridade Monetária e a CVM, um aprofundamento dos mecanismos de cooperação entre o BCB e o CADE e criação de princípios que novos atores, como as plataformas digitais.

REFERÊNCIAS

ABFINTECHS. **Fintech Deep Dive 2019**. [s.l.]: ABFintechs, 2019. Disponível em: <https://abfintechs.com.br/nossas-atividades/>. Acesso em: 10 set. 2025.

ABFINTECHS. **Fintech Deep Dive 2024**. [s.l.]: ABFintechs, 2024. Disponível em: https://abfintechs.com.br/wp-content/uploads/2024/09/TL_Fintech_Deep_Dive_2024-VF-20-09.pdf. Acesso em: 5 mai. 2025.

ADVOCACIA-GERAL DA UNIÃO. **Parecer GM-020/2001**. Brasília, DF: AGU, 2001. Disponível em: <http://www.agu.gov.br/atos/detalhe/8413>. Acesso em: 14 ago. 2024.

ANAGNOSTOPOULOS, I. Fintech and Regtech: impact on regulators and banks. **Journal of Economics and Business**, v. 100, p. 7-25, nov./dez. 2018. Disponível em: <https://www.sciencedirect.com/journal/journal-of-economics-andbusiness/vol/100/suppl/C>. Acesso em: 7 dez. 2025.

ANBIMA – ASSOCIAÇÃO NACIONAL DAS INSTITUIÇÕES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS. **Basileia III: novos desafios para a adequação da regulação bancária**. [s.l.]: ANBIMA, 2010. 92p.

ANDIMA – ASSOCIAÇÃO NACIONAL DAS INSTITUIÇÕES DO MERCADO ABERTO. **Relatório Econômico: Sistema de Pagamentos Brasileiro**. [s.l.]: ANDIMA, 2002. 159 p.

ANDIMA – ASSOCIAÇÃO NACIONAL DAS INSTITUIÇÕES DO MERCADO ABERTO; IBGE – INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA. **Sistema Financeiro: uma análise a partir das Contas Nacionais 1990-1995**. Rio de Janeiro: ANDIMA; IBGE, 1997. Disponível em: <https://biblioteca.ibge.gov.br/visualizacao/livros/liv26014.pdf>. Acesso em: 17 nov. 2025.

APÓS caso Master, Haddad diz que BC deveria fiscalizar e regular fundos de investimentos. SBT News, São Paulo, 20 jan. 2026. Disponível em: <https://sbtnews.sbt.com.br/noticia/economia/apos-caso-master-haddad-diz-que-bc-deveria-fiscalizar-e-regular-fundos-de-investimentos>. Acesso em 20 jan. 2026.

BALDWIN, Robert; CAVE, Martin; LODGE, Martin. Introduction – the Field and the Developing Agenda. In: BALDWIN, Robert; CAVE, Martin; LODGE, Martin (ed.). **The Oxford Handbook of Regulation**. Oxford: Oxford University Press, 2010.

BALDWIN, Robert; CAVE, Martin; LODGE, Martin. **Understanding Regulation: Theory, Strategy and Practices**. 2. ed. Oxford: Oxford University Press, 2012. cap. 2-3.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Proer – Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional**. Brasília, DF: BCB, 1995. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/htms/proer.asp?frame=1>. Acesso em: 12 fev. 2024.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Comunicado 22.366, de 27 de abril de 2012**. Divulga o Guia Para Análise de Atos de Concentração no Sistema Financeiro. Brasília, DF: BCB, 2012. Disponível

em:https://www.bcb.gov.br/content/estabilidadefinanceira/Organizacao/Guia_analise_acordo_concentracao_COMUNICADO22366.pdf. Acesso em: 12 nov. 2024.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Resolução BCB 4.658, de 26 de abril de 2018**. Dispõe sobre a política de segurança cibernética e sobre os requisitos para a contratação de serviços de processamento e armazenamento de dados e de computação em nuvem. Brasília, DF: BCB, 2018.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Voto 169/2018**. Propõe autorizar a aquisição pelo Itaú/Unibanco de participação acionária no capital social da XP Investimentos S/A. Brasília, DF: BCB, 2018. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/content/estabilidadefinanceira/ACC/Voto_169_2018-BCB.pdf. Acesso em: 23 jul. 2025.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Ato Normativo Conjunto nº 1, de 5 de dezembro de 2018**. Dispõe sobre procedimentos em processos administrativos de ato de concentração de instituições financeiras e de controle de condutas de instituições sujeitas à supervisão ou vigilância do Banco Central do Brasil nas infrações à ordem econômica, e dá outras providências. Brasília, DF: BCB, 2018. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/conteudo/homeptbr/TextosApresentacoes/Ato%20normativo%20conjunto%205_12_2018%20limpa.pdf. Acesso em: 22 dez. 2025.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Voto 73/2019-BCB, de 23 de abril de 2019**. Propõe a aprovação de comunicado que dispõe sobre os requisitos fundamentais para a implementação, no Brasil, do Sistema Financeiro Aberto (Open Banking). Brasília, DF: BCB, 2019.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Resolução Conjunta nº 1**. Dispõe sobre a implementação do Sistema Financeiro Aberto (Open Banking). Brasília, DF: BCB, 2019.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Tabela Resumo – Atos de Concentração**. Brasília, DF: BCB, 2021. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/content/estabilidadefinanceira/Organizacao/Tabela_Atos_Concentracao.pdf. Acesso em: 27 set. 2024.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Atuação do Banco Central do Brasil na defesa da concorrência entre instituições financeiras**. Blog BC. Brasília, DF: BCB, 2025. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/noticiablogbc/37/noticia>. Acesso em: 20 jan. 2026.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Coletiva sobre Novas Medidas de Reforço da Segurança do Sistema Financeiro**. YouTube, 4 nov. 2025. 1 vídeo (1h 13min 20s). Disponível em: <https://www.youtube.com/watch?v=x7xQVcE1s4M>. Acesso em: 20 jan. 2026.

BANCO CENTRAL DO BRASIL; CONSELHO ADMINISTRATIVO DE DEFESA ECONÔMICA. **Convênio de Cooperação Técnica** celebrado entre o Banco Central do Brasil e o Conselho Administrativo de Defesa Econômica. Brasília, DF: BCB; CADE, 2005. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/content/acessoinformacao/convenios_docs/convenioBacenCADE.pdf. Acesso em: 24 jan. 2024.

BANCO CENTRAL DO BRASIL; CONSELHO ADMINISTRATIVO DE DEFESA ECONÔMICA. **Memorando de Entendimentos entre o Cade e o Bacen**. Brasília, DF: BCB; CADE, 2018.

Disponível em:
https://www.bcb.gov.br/content/estabilidadefinanceira/Organizacao/memorando_cade_bc_28022018.pdf. Acesso em: 25 out. 2025.

BANCO digital é caminho para compensar queda de taxas, diz Bradesco. **Valor Econômico**, São Paulo, 2019.

BANCO MUNDIAL. **Programmatic Fiscal Reform Loan**. [s.l.]: World Bank, 2001. Disponível em: <https://documents1.worldbank.org/curated/en/795521468769514004/pdf/multi0page.pdf>. Acesso em: 12 nov. 2025.

BANCO MUNDIAL. **Developing the Domestic Government Debt Market: from diagnostics to reform implementation**. [s.l.]: World Bank, 2007. Disponível em: <https://openknowledge.worldbank.org/server/api/core/bitstreams/a76e60b2-0716-5a7d-8f79-94e08e8488b5/content>. Acesso em: 15 abr. 2024.

BANCO MUNDIAL; FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL. **Guidelines for Public Debt Management**. [s.l.]: World Bank; IMF, 2001. Disponível em: <https://documents1.worldbank.org/curated/en/967941468780612459/pdf/306920DC0200100002.pdf>. Acesso em: 25 set. 2025.

BANK OF ENGLAND. **The Future of Finance: review on the outlook for the UK financial system: what it means for the Bank of England**. London: BoE, 2019.

BANK OF ENGLAND. **A Platform for Innovation**. Speech given by Mark Carney. London: BoE, 2019.

BIS – BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS. **Big Tech in Finance and New Challenges for Public Policy**. Keynote address by Agustín Carstens at the FT Banking Summit. London: BIS, 2018.

BIS – BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS. **The Dawn of Fintech in Latin America: landscape, prospects and challenges**. Basel: BIS, 2020. (BIS Paper, n. 112).

BIS – BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS; BCBS – BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION. **International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards**. Basel: BIS, 1988. Disponível em: <https://www.bis.org/publ/bcbs04a.pdf>. Acesso em: 10 jan. 2026.

BIS – BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS; CPSS – COMMITTEE ON PAYMENT AND SETTLEMENT SYSTEMS. **Report of the Committee on Interbank Netting Schemes of the Central Banks of the Group of Ten Countries (Lamfalussy Report)**. Basel: BIS, 1990. Disponível em: <https://www.bis.org/cpmi/publ/d04.pdf>. Acesso em: 13 jul. 2025.

BIS - BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS. **Committee on Payments and Market Infrastructures: About the CPMI**. Basel: BIS. Disponível em: <https://www.bis.org/cpmi/about.htm?m=106>. Acesso em: 5 jun. 2024.

BIS – BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS; CPSS – COMMITTEE ON PAYMENT AND SETTLEMENT SYSTEMS. **Core Principles for Systemically Important Payment Systems**. Basel: BIS, 2001. Disponível em: <https://www.bis.org/cpmi/publ/d43.pdf>. Acesso em: 12 nov. 2025.

BRASIL. Congresso Nacional. Câmara dos Deputados. **Relatório Final da Comissão Parlamentar de Inquérito destinada a apurar irregularidades no Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional (PROER)**: Capítulo 6 - Considerações Finais. Brasília, DF: Câmara dos Deputados, 2002. Disponível em: <https://www2.camara.leg.br/atividade-legislativa/comissoes/comissoes temporarias/parlamentar-de-inquerito/51-legislatura/cpiiproer/51-legislatura/cpiiproer/relatoriofinal/cap6consideracoesfinais.pdf>. Acesso em: 16. abr. 2024.

BRASIL. **Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964**. Dispõe sobre a Política e as Instituições Monetárias, Bancárias e Creditícias, Cria o Conselho Monetário Nacional e dá outras providências. Brasília, DF: Presidência da República, 1964. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l4595.htm. Acesso em: 14 ago. 2025.

BRASIL. **Lei nº 12.529, de 30 de novembro de 2011**. Estrutura o Sistema Brasileiro de Defesa da Concorrência. Brasília, DF: Presidência da República, 2011. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2011-2014/2011/lei/l12529.htm. Acesso em: 13 ago. 2025.

BRASIL. Supremo Tribunal Federal (2. Turma). Recurso Extraordinário nº 664.189. Reclamante: Conselho Administrativo de Defesa Econômica. Relator: Ministro Dias Toffoli. **Lex: jurisprudência do Supremo Tribunal Federal**, Brasília, DF, 9 jun. 2014. Disponível em: <http://www.stf.jus.br/arquivo/cms/noticiaNoticiaStf/anexo/RE664189.pdf>. Acesso em: 14 jan. 2024.

BRASIL. Tribunal Regional Federal (1ª Região). Apelação em Mandado de Segurança: AMS 33475 DF 2002.34.00.033475-0. Relatora: Desembargadora Federal Selene Maria de Almeida. **TRF-1 – Jusbrasil**, 2007. Disponível em: <https://trf-1.jusbrasil.com.br/jurisprudencia/1079273/apelacao-em-mandado-de-seguranca-ams-33475-df-20023400033475-0>. Acesso em: 12 jun. 2025.

BURLAMARQUI, L.; KREGEL, J. Innovation, Competition and Financial Vulnerability in Economic Development. **Brazilian Journal of Political Economy**, v. 25, n. 2, p. 5-22, 2005.

CARVALHO, J. C. Fernando. Inovação Financeira e Regulação Prudencial: da Regulação de Liquidez aos Acordos de Basileia. In: **Regulação Financeira e Bancária**. [s.l.: s.n.], 2015.

CAVERZASI, E.; TORI, D. The Financial Innovation Hypothesis: Schumpeter, Minsky and the Sub-prime Mortgage Crisis. **Working Paper Series**. Pisa: Institute of Economics – Scuola Superiore Sant'Anna, n. 2018/36, 2018.

CHANG, H. J. The Economics and Politics of Regulation. **Cambridge Journal of Economics**, v. 21, p. 703-728, 1997.

CŒURÉ, B. **Financial Regulation and Innovation: a two-way street**. Introductory remarks by Benoît Cœuré, Member of the Executive Board of the European Central Bank, at a roundtable organised by FinLeap. Berlin: Banco Central Europeu, 2018.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Twin Peaks – Desafios para sua implementação no Brasil**. Rio de Janeiro. Disponível em: https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/estudos/twin-peaks_2026-01_asa.pdf/view. Acesso em: 17 mar. 2026

CONSELHO ADMINISTRATIVO DE DEFESA ECONÔMICA. **Qualquer ato de concentração deve ser analisado pelo Cade?** Brasília, DF: CADE, [s.d.]. Disponível em: <https://www.gov.br/cade/pt-br/aceso-a-informacao/perguntas-frequentes/perguntas-sobre-atos-de-concentracao-economica>. Acesso em: 17 jan. 2024.

CONSELHO ADMINISTRATIVO DE DEFESA ECONÔMICA. **Guia de Atos de Concentração Horizontal**. Brasília, DF: CADE, 2016. Disponível em: <https://cdn.cade.gov.br/Portal/centrais-de-conteudo/publicacoes/guias-do-cade/guia-para-analise-de-atos-de-concentracao-horizontal.pdf>. Acesso em: 30 set. 2024.

CONSELHO ADMINISTRATIVO DE DEFESA ECONÔMICA. **Guia Remédios Antitruste**. Brasília, DF: CADE, 2018. Disponível em: <https://cdn.cade.gov.br/Portal/centrais-de-conteudo/publicacoes/guias-do-cade/guia-remedios.pdf>. Acesso em: 30 set. 2024.

CONSELHO ADMINISTRATIVO DE DEFESA ECONÔMICA. **Guia de Análise de Atos Não Horizontais**. Brasília, DF: CADE, 2024. Disponível em: <https://cdn.cade.gov.br/Portal/centrais-de-conteudo/publicacoes/guias-do-cade/guia-remedios.pdf>. Acesso em: 30 set. 2024.

Digital Cooperation Regulation Forum. **DRCF Terms of Reference (ToR)**. UK, 2024. Disponível em: <https://www.drcf.org.uk/siteassets/drcf/home/drcf-terms-of-reference.pdf?v=379416>. Acesso em: 12 dez. 2025.

DRASCH, J.; SCHWEIZER, A.; URBACH, N. Integrating the Trouble Makers: a taxonomy for cooperation between banks and fintechs. **Journal of Economics and Business**, v. 100, p. 26-42, nov./dez. 2018.

ECO, H. **Como se Faz uma Tese**. São Paulo: Editora Panorama, 1977. (Coleções Estudos).

FEDERAÇÃO BRASILEIRA DE BANCOS. **Brasileiros elegem celular para pagar contas e transferir dinheiro**. CIAB. [s.l.]: FEBRABAN, 2019.

FERNANDES, M. B. Barcelos. CADE e BACEN: do conflito de competência à atuação conjunta no mercado financeiro. **Jota**, 21 nov. 2018. Disponível em: <https://www.jota.info/opiniao-e-analise/artigos/cade-e-bacen-do-conflito-de-competencia-a-atuacao-conjunta-no-mercado-financeiro-21112018>. Acesso em: 24 mar. 2025.

FINANCIAL STABILITY BOARD. **Artificial Intelligence and Machine Learning in Financial Services**. [s.l.]: FSB, 2017.

FINANCIAL STABILITY BOARD. **Financial Stability Implications from FinTech**. [s.l.]: FSB, 2017.

FINANCIAL STABILITY BOARD. **Fintech and Market Infrastructure in Financial Services: market developments and potential financial stability implications**. [s.l.]: FSB, 2019.

FINANCIAL STABILITY BOARD. **Occasional Paper nº 17: Fintech Regulation: how to achieve a level playing field**. [s.l.]: FSB, 2021.

FRANCO, G.; NETO, D. A. **Desregulamentação da Conta de Capitais: Limitações Macroeconômicas e Regulatórias**. Rio de Janeiro: Texto para Discussão nº 479. PUC/RJ, 2004. Disponível em: <https://ideas.repec.org/p/rio/textdis/479.html>. Acesso em 22 out. 2021.

GOODHART, Charles et al. **Financial Regulation: Why, How and Where Now**. London: Routledge in Association with Bank of England, 1988.

KING, G. R.; LEVINE, R. **Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right**. Washington, DC: The World Bank, 1993. (Country Economics Department Working Papers). Disponível em: <https://documents1.worldbank.org/curated/en/361791468739247920/pdf/multi-page.pdf>. Acesso em: 22 nov. 2025.

KNIGHT, Malcom. **Promoting Liquidity in Domestic Bond Markets**. Basel: BIS, 2006. p. 11. Discurso apresentado no Borrowers Forum, 25 maio 2006. Disponível em: <http://www.bis.org/publ/speeches/sp060520.pdf>. Acesso em: 23 set. 2024.

LISBOA, Marcos B.; SCHEINKMAN, José. **A Agenda Perdida: diagnósticos e propostas para a retomada do crescimento com maior justiça social**. [s.l.: s.n.], 2002. Disponível em: <https://www.columbia.edu/~js3317/JASfiles/AgendaPerdida.pdf>. Acesso em: 14 jan. 2025.

LLEWELLYN, D. T. Re-engineering the Regulator. **The Financial Regulator**, v. 1, n. 3, p. 21-25, dez. 1996.

MACAHYBA, Luiz et al. **Fintechs: o que são e quais as perspectivas concorrenciais na indústria financeira brasileira**. Rio de Janeiro: IE/UFRJ, 2021. (Texto para Discussão IE/UFRJ, n. 033/21).

MARTINS, N. M. et al. Fintech Companies in Brazil: Assessing Their Effects on Competition in the Brazilian Financial System from 2018 to 2020. In: WALKER, Thomas; NIKBAKHT, Elaheh; KOOLI, Maher (ed.). **The Fintech Disruption**. [s.l.]: Palgrave Macmillan, 2023. p. 349-372. (Palgrave Studies in Financial Services Technology).

MELLO, M. T. L. Regulação e Defesa da Concorrência: interação, conflitos e critérios de solução. In: SALVO, M.; PORTO, S. S. (org.). **Uma Nova Relação entre Estado, Sociedade e Economia no Brasil**. Santa Cruz do Sul: EDUNISC, 2004.

MINSKY, H. P. Financial Intermediation in the Money and Capital Markets. In: PONTECORVO, G.; SHAY, R. P.; HART, A. G. (ed.). **Issues in Banking and Monetary Analysis**. New York: Holt, Rinehart and Winston, 1967. p. 33-56.

MINSKY, H. P. **Can It Happen Again? Essays on Instability and Finance**. London: Routledge, 1992.

MINSKY, H. P. **Regulation and Supervision**. Annandale-on-Hudson, NY: Levy Economics Institute, 1994. (Paper No. 443, Hyman P. Minsky Archive).

MINSKY, H. P. **Stabilizing an Unstable Economy**. New Haven: Yale University Press, 2008.

NORTH, C. D. **Institutions, Institutional Change and Economic Performance**. Cambridge: Cambridge University Press, 1990.

OCDE – ORGANIZAÇÃO PARA A COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÓMICO. **Competition Issues in the Financial Sector: Key Findings**. Paris: OCDE Publishing, 2011. Disponível em: <https://doi.org/10.1787/37dd5552-en>. Acesso em: 4 mai. 2025.

OCDE – ORGANIZAÇÃO PARA A COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÓMICO. **Balancing Prudential Regulation and Competition Considerations in Banking**. Paris: OCDE, 2025. (OECD Roundtables on Competition Policy Papers, n. 329). Disponível em: https://www.oecd.org/content/dam/oecd/en/publications/reports/2025/11/balancing-prudential-regulation-and-competition-considerations-in-banking_20b6f347/faeb8509-en.pdf. Acesso em: 6 mai. 2025.

OLIVEIRA, Gesner. **Defesa da Concorrência e Regulação: o caso do setor bancário**. São Paulo: FGV EAESP, 2021. Disponível em: <https://pesquisa-eaesp.fgv.br/sites/gvpesquisa.fgv.br/files/publicacoes/Rel%2049-2001.pdf>. Acesso em: 14 mai. 2024.

ORNELAS, J. R. H. et al. **Competição Bancária e Eventos de Fusão e Aquisição: evidência do crédito para a pessoa física**. Nota Técnica do Banco Central do Brasil, n. 54. Brasília, DF: BCB, 2019. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/content/publicacoes/notastecnicas/NT_54_202108.pdf. Acesso em: 7 fev. 2026.

PAULA, L. F. R.; JÚNIOR, A. A. J. Comportamento dos Bancos, Percepção de Risco e Margem de Segurança no Ciclo Minskiano. **Análise Econômica**, v. 21, n. 39, 2009. Disponível em: <https://seer.ufrgs.br/index.php/AnaliseEconomica/article/view/10726>. Acesso em: 24 nov. 2025.

PRADO, L. C. P.; CUEVA, R. V. B. Concorrência e Sistema Financeiro: a construção de um modelo de política da defesa da concorrência no setor bancário brasileiro. In: GOLDBERG, D. K. (org.). **Sistema Financeiro: o desafio da concorrência**. São Paulo: Singular, 2008.

REDMOND, W. Financial Innovation, Diffusion and Instability. **Journal of Economic Issues**, v. XLVII, n. 2, 2013. Disponível em: <https://www.jstor.org/journal/jeconiss>. Acesso em: 24 jan. 2024.

RESTOY, F. Fintech Regulation: how to achieve a level playing field. **Financial Stability Institute Occasional Paper**, n. 17, 2021.

SCHUMPETER, J. A. **Teoria do Desenvolvimento Econômico**. Cambridge, MA: Harvard University Press, 1934.

SENADO FEDERAL. **Projeto de Lei do Senado nº 350, de 2015 (complementar)**. Autoria: Senador Antônio Anastasia. Brasília, DF: Senado Federal, 2015. Disponível em: <https://www25.senado.leg.br/web/atividade/materias/-/materia/121667>. Acesso em: 12 jan. 2025.

STIGLITZ, E. Joseph. **Economics of the Public Sector**. Nova Iorque: Parsons, 1999.

TESOURO NACIONAL. **Dívida Pública: a experiência brasileira**. Brasília, DF: Tesouro Nacional, 2009. Disponível em: <https://documents1.worldbank.org/curated/en/559041469672194693/pdf/700810ESW0P11600eletronico0completo.pdf>. Acesso em: 25 nov. 2025.

TORRES, E. **Minsky on Financial Regulation and Development Banking**. [s.l.: s.n.], 2019. Mimeo.

TORRES FILHO, E. T.; MARTINS, N. M. **Regulação Financeira em Minsky: restrição de sobrevivência, instabilidade financeira e regulação dinâmica**. Rio de Janeiro: IE/UFRJ, 2020. (Texto para Discussão IE/UFRJ, n. 004/2020). Mimeo.

VELJANOVSKI, Cento. Introduction – the Field and the Developing Agenda. In: BALDWIN, Robert; CAVE, Martin; LODGE, Martin (ed.). **The Oxford Handbook of Regulation**. Oxford: Oxford University Press, 2010.

WRAY, L. Randall. **Modern Money Theory: a primer on macroeconomics for sovereign monetary systems**. 2. ed. Nova York: Palgrave Macmillan, 2015.

GLOSSÁRIO

BigTechs - Firms gigantes (tais como Google, Amazon, Ali Baba, Apple, Facebook) intensivas em tecnologia da informação que estão expandindo suas áreas de atuação na direção de prover serviços financeiros normalmente oferecidos pelos bancos tradicionais

Computação em Nuvens - Inovação computacional que consiste na utilização de uma rede de servidores *on line* que são acessados de maneira remota. Os serviços de computação em nuvens podem incluir desde o simples armazenamento de dados até o uso ferramentas de processamento sofisticadas, como Inteligência Artificial

Fintechs – Firms que são intensivas no uso das novas tecnologias como APIs, Computação em Nuvens, redes DLTs, entre outras, e que estão transformando o modo pelo qual são produzidos e ofertados um vasto conjunto serviços bancários, anteriormente disponibilizados exclusivamente pelas instituições incumbentes. Com isso produção e distribuição de produtos e serviços bancários

Instituições de Pagamentos - pessoa jurídica autorizada a funcionar pelo Banco Central que viabiliza serviços de compra e venda e de movimentação de recursos, no âmbito de um arranjo de pagamento, sem a possibilidade de conceder empréstimos e financiamentos a seus clientes.

Inteligência Artificial - Ramo de pesquisa da ciência da computação que busca, através de símbolos computacionais, construir mecanismos e/ou dispositivos que simulem a capacidade do ser humano de pensar, resolver problemas. No caso do mercado financeiro a tecnologia está sendo cada vez mais utilizada em processos decisórios de composição de carteiras de investimento, de concessão de crédito e no processamento de grandes bases de dados.

Sistemas Financeiros Abertos - Compartilhamento de dados, produtos e serviços pelas instituições financeiras e demais instituições autorizadas, a critério de seus clientes, em se tratando de dados a eles relacionados, por meio de abertura e integração de plataformas e infraestruturas de sistemas de informação, de forma segura, ágil e conveniente.